

公開買付け制度

財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

ま え が き

日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会は、その時々証券市場、資本市場をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律実務家の先生方を中心に、また、金融庁のご担当者や実務関係の方々にもオブザーバーとして参加していただき、ご報告、ご討論をしていただく場である。研究会の都度、出来るだけ早く研究記録を刊行し、皆様のお役に立ちたいと考えている。

今回の研究記録は、平成 21 年 5 月 27 日開催の研究会における中東正文委員（名古屋大学大学院法学研究科教授）による「公開買付け制度」についてのご報告と、このご報告をめぐる研究会でのご討論の記録である。

中東先生のご報告は、近年大きな関心を集めている公開買付け制度について、とくに、会社法と金融商品取引法の役割分担という問題意識のもと、様々な具体的問題に即し、分析、問題提起されたものである。種類株発行会社を対象とする買収のケースで、種類株全部を相対で買い付け、普通株式を対象とする公開買い付けは行わなかったことが、「当該」株券のすべての所有者が同意している場合に該当するかという問題、金商法の改正で、全部買付義務が規定されたが、これは単なる開示規制にとどまらず、公開買い付けに実体規制を課するものであり、金商法が本来の役割を超えた規制を担うことになっているのではないかという問題、また、公開買い付けにおいて、買い付け期間の上限を法令で定める意味は乏しいのではないかという問題等、取り上げられた問題は、海外の法制のご紹介もあり、興味深い問題提起であった。このご報告をめぐり、委員の先生方から活発なご議論があり、大変有意義な研究記録となっている。

ご報告いただき、議事録の整理にご協力いただいた中東先生に厚くお礼を申しあげ、また、神田会長、前田副会長をはじめご参加いただいた委員の先生方、オブザーバーの方々に心から感謝申し上げる次第である。

なお、平成 18 年 11 月以来 15 回にわたって開催された金融商品取引法研究会の今次ラウンドは、今回が最終回である。金融商品取引法の各テーマにつき順次取り上げていただき、大変有意義な研究シリーズとなった。神田会長、前田副会長をはじめ、長い期間にわたり、ご報告いただき、熱心にご参

加いただいた委員の先生方、オブザーバーとしてご参加いただいた実務家の方々、行政当局の方々に心からお礼を申し上げたい。その都度委員の先生方のご協力をいただき刊行した研究記録（研究記録 16 号～ 30 号）（当研究所のホームページにも全文掲載）は、皆様のお役に立ったものと確信している。前回のラウンドと同様、委員の先生方に原稿を整理していただいたうえ、今ラウンドの研究成果を取りまとめ、論文集として刊行することを予定している。ご期待いただきたい。

研究会は、その後引き続き、新しいラウンドを開催していただくことをお願いしている。従来同様、できるだけ早く研究会ごとの研究記録を刊行したいと考えている。次回のラウンドについても、是非ご期待いただきたいと思います。

2009 年 7 月

財団法人 日本証券経済研究所
理事長 高 橋 厚 男

公開買付け制度

(平成 21 年 5 月 27 日開催)

報告者 中 東 正 文

(名古屋大学大学院法学研究科教授)

目 次

はじめに	1
1 種類株式発行会社を対象者とする強制的公開買付	2
1-1 カネボウ事件高裁判決	2
1-2 東京高裁判決による激震と課題	3
1-3 公開買付義務の適用範囲に関する立法論	5
1-4 カナダ法	6
1-5 イギリス法	8
1-6 小括	9
2 全部勧誘義務の適用範囲	10
——会社法制と証券市場法制の役割分担——	
2-1 序論	10
2-2 公開買付規制の変遷	11
2-3 全部勧誘義務と全部買付義務の趣旨	12
2-4 会社法と金商法の役割分担	13
2-5 全部買付義務に関する規制の再構築	15
2-6 小括	15
3 公開買付期間	17
4 公開買付規制に関する課徴金	18
5 結語	20
討 議	20
報告者レジュメ：「公開買付け制度」	46
資 料	65

金融商品取引法研究会出席者(平成 21 年 5 月 27 日)

報告者	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
オブザーバー	金 井 仁 雄	みずほ証券法務部長
〃	平 田 公 一	日本証券業協会常務執行役
〃	小 川 宏 幸	日本証券業協会客員研究員・ 一橋大学大学院国際企業戦略研究科准教授
〃	柿 崎 環	日本証券業協会客員研究員・ 東洋大学法科大学院准教授
〃	木 村 真生子	日本証券業協会客員研究員・筑波大学ビジネス科学 研究科アシスタントリサーチャー
〃	金 賢 仙	日本証券業協会客員研究員・早稲田大学 法学学術院（法学研究科）客員研究助手
〃	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	高 橋 厚 男	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	萬 澤 陽 子	日本証券経済研究所研究員
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

公開買付け制度

神田会長 それでは、予定の時間になりましたので、始めさせていただきます。

金融商品取引法研究会の第 15 回目の会合になります。

既にご案内のとおり、本日は中東委員より公開買付制度についてのご報告をいただきます。

それでは、早速ですけれども、よろしくお願いします。

中東委員 名古屋大学の中東でございます。本日はよろしくお願いいたします。

はじめに

公開買付制度ということですが、平成 18 年の証取法改正で大きな改革がなされ、相当に複雑になっております。本日は、幾つかの問題点に絞って報告をさせていただきます。

平成 18 年 3 月の研究会では、証取法改正法案の国会審議のさなかであり、敵対的買収が我が国でも本格化する兆しが出ていたことから、敵対的買収に関する法規制について報告をさせていただいたところです。会社法制の現代化が終了しており、会社支配市場に関する法規制を、会社法改正によって再構築する余裕はなく、証取法の改正のうち、公開買付規制の大幅な改正によって、喫緊の課題に対応がなされました。

この経緯が 1 つの大きな要因になって、会社法と金商法との間の役割分担が不明確にならざるを得ないことになりました。この点については、現在の役割分担の当否も含めて、強い問題関心が持たれることになっています。例えば、早稲田大学のグローバル C O E のウェブサイトでも、江頭教授の「会社法制の将来展望」と題する論稿が叢書の刊行に先立って、アップされるといふ異例のことがありました。

また、商事法務のコンメンタールの第2回配本に付された冊子でも、門口判事（元内閣法制局参事官）と江頭教授との対談において、江頭教授から、官庁の権限について、レジュメ2ページに引用しましたような疑問が出されております。

会社法と金商法の役割分担についての議論は、金商法において、開示規制だけではなく、実体規制が多く取り込まれることになったことが、直接的には問題にされています。究極的には、「会社法の目的は何か?」、また「金商法の目的は何か?」という伝統的で根本的な議論にも由来する課題です。

この議論の素材として、公開買付規制がしばしば取り上げられています。そこで、この根本的な問題にも連絡する形で、幾つかの各論的なトピックを取り上げることにしたいと思います。具体的には、第1に、種類株式発行会社を対象者とする強制的公開買付、第2に、全部勧誘義務の適用範囲、第3に、公開買付期間、第4に、課徴金の問題を順次取り上げてまいります。

なお、会社法と金商法は、同等の重みがあるという見解に、私も賛成するものです。我が国では、先に並べたほうが重要という慣行もあるようですが、本報告では、そのような意図はなく、五十音順に、会社法と金商法という順序で並べさせていただきます。また、商事法務の最近の1865号に「東京大学比較法政シンポジウム」の報告原稿やパネルディスカッションが掲載されていますので、詳細はそちらをごらんいただきたいと存じます。

1 種類株式発行会社を対象者とする強制的公開買付

1-1 カネボウ事件高裁判決

実務を震撼させる話題になりましたのは、昨年東京高裁判決です。

この事件は、旧カネボウの株主がファンド連合に対して損害賠償請求をしたものであり、最高裁の上告受理の判断が待たれています。本来的には、企業結合法制に関する現行法の欠点が問われた事例として理解されるべきものであると思われます。

東京高裁は、ファンド連合の受け皿会社は、平成18年改正前の公開買付

規制に違反しており、株主に対する不法行為に基づく損害賠償責任を負うと判断しました。証取法違反を構成すると認定された事実は、旧カネボウが表1のような株主構成になっているところ、C種類株式の全部を相対で買い付けており、普通株式を対象とする公開買付を行わなかったことです。

関連する法令については、表2をごらんください。

本件の争点は、公開買付義務の適用除外を定める改正前の施行令7条5項4号の「当該株券等のすべての所有者が同意している場合として内閣府令で定める場合」の「当該株券等の所有者」の解釈でした。つまり、①買付対象株券等の所有者に限定されるという限定説、あるいは、②買付対象外の株券等も含めたすべての株券等の所有者を意味するという非限定説のいずれが妥当かです。

この点については、松尾教授と太田弁護士によるご論文があり、私も結論を同じくいたしますので、本報告では、限定説が支持されるべきことのみを述べさせていただきたいと存じます。この見解によると、本件では、「当該株券等の所有者」は、C種類株式の所有者を意味し、普通株式を含めて公開買付を行う義務は生じないことになります。もっとも、C種類株式は、議決権を有する利益配当請求権のない種類株式でありまして、平成18年10月1日以降であれば、普通株式に転換可能なものでした。そこで、普通株式と実質的に同じであり、「当該株券等」の解釈においては、両者を合わせて考える余地があるということになります。

1-2 東京高裁判決による激震と課題

東京高裁判決は、伝統的な実務の運用に反するものであり、実務には激震が走ったとされます。例えば、商事法務では東京高裁判決を痛烈に批判するコラムが掲載されています。

また、日経新聞の「法務インサイド」でも大きく取り上げられています。高裁判決は、強烈な反発がある一方で、実質的な内容について積極的に評価する見方があることがここでは示されています。

2つの種類の株式を実質的に見て、同一と判断できるか否か、つまり、こ

れらを合わせて「当該株券等」と解釈することができるか否かについては、議論が分かれているところです。詳しくは、太田先生のご論文をごらんください。限定説はさらに二分され、形式説と実質説に分かれて整理されています。種類の同一性を形式的にとらえるべきか、実質的にとらえるべきかの違いです。

種類株式が関係する公開買付規制については、平成 18 年改正の審議の過程でも意識をされておりました。金融審の公開買付制度等ワーキング・グループ報告の 4 ページの（４）をごらんいただきますと、レジюмеに掲げましたような記載があります。

平成 18 年の改正では、全部勧誘義務が生じる場合の取り扱いを除くと、先送りにされ、現在の課題とされています。平成 20 年改正による課徴金制度との関係で、公開買付規制違反に関する課徴金の額が非常に大きいことも、実務を一段と萎縮させると聞いております。

私自身は、実質説を採用すべきであると考えております。高裁判決も、言葉足らずではあるものの、そのような立場を採用しているようにも思えます。

公開買付義務ないし強制的公開買付の趣旨の理解については、ご案内のように、平成 2 年の導入時点から必ずしも理解が統一されてきたわけではありません。ただ、公開買付の義務の趣旨をどのように理解するにせよ、形式的に種類を分けただけで、規制を潜脱できるという状況は看過できないことから、実質説が支持されるべきです。

ただし、実質説をとる場合には、どのような基準によって実質的に同一か否かを判断するかという難しい問題に直面いたします。この点、金融庁の担当官は、実質説をとることを前提として、次のような基準を提示しています。

「たとえば、ある内容の株券等については、現在も、また将来に向かって、買い付ける予定・意思が一切ない、などの場合も想定されるところである。……最終的には個別事案ごとに判断される必要があるが、このような場合であって、かつ、当該株券等に関する議決権、配当、普通株式への転換条件等の内容が、他の内容の株券等と明確に区別できるような場合には、公開買付

けを行うにあたって、当該株券等を買付等の対象から除外する取扱いが認められる場合もある」というものです。

この基準については、買付者の主観的意図を判断要素に取り込むものであるとして疑問が提起されております。ただ、基本的な姿勢として、買付者の側で、「他の内容の株券等と明確に区別できるような場合」であることを示すことを求めていると思われる点は、積極的に評価してもよいと考えております。

なお、金融庁の公式の見解は、平成 18 年 12 月施行令等改正に関して、パブリコメに対する「金融庁の考え方」で示されております。レジュメにも 6 ページで抜粋しておりますので、そちらをごらんいただければ幸いに存じます。

この「金融庁の考え方」は、限定説を確認するものであると理解されていきます。また、No.15 についてのコメントでは、実質説をとることが示されていきます。

1-3 公開買付義務の適用範囲に関する立法論

種類株式発行会社について、公開買付義務の適用範囲を広げると、上場会社においては、25 名未満全員同意の例外を用いることができないとの危惧が示されています。確かに、実務が面倒になるのは確かでしょうが、立法論としては、無限定説を取り入れることも検討に値します。

この点で、興味深いのは、カネボウの案件に関する国会での審議であるとも思えます。松尾教授ご自身は、この件について、平成 18 年証取法改正法案が国会の審議中に、参議院財政金融委員会における議員からの質問等で知ったとされております。ご参考までに、この委員会の議事録の関係部分を資料 6 としてお配りをしています。38 ページの最下段からになります。

そこでは、櫻井委員が発言をされていまして、「C 種類株式のみから買付を行うことによって、普通株式に不利益を与える可能性があり、普通株式を公開買付の対象にしなくてよいのか」という問題意識から発言がされていると思われます。

金融庁からは、政府参考人として、三國谷金融庁総務企画局長（当時）が

発言されています。

櫻井委員からは、他の種類の株主への不利益に関する質疑がなされておりまして、これに対して、三國谷政府参考人からは、有報（とりわけ主要株主の異動）あるいは大量保有報告書による情報開示制度による保護を中心に説明がなされています。櫻井委員が繰り返して述べていらっしゃるように、事後的に開示がなされたとしても、売却の機会が事前に与えられなければ、他の種類の株主は十分に保護されないのではないか、こういう疑問が残ります。

東京高裁判決は、この点に関して、強制的公開買付制度の趣旨にも関係させて、レジュメに抜粋しました判示をして、無限定説を採用しているとされています。東京高裁によりますと、会社支配に影響を及ぼす買付については、株式の種類を問わず、株主に公平な売却の機会を与えるのが、公開買付の趣旨に合致することになります。

東京高裁のこの判示も、立法論の基礎としては、十分な説得力を有すると考えられます。これを解釈論に反映させるとすれば、金融庁の担当官が示された実質的同一性の判断基準も妥当であると考えられるところです。

このような見解を検証するためにも、他の法域でどのような法制度がとられているかを見ていくことにしたいと存じます。

以下では、カナダ法を最初に取り上げまして、その後に、イギリス法を検討したいと思います。カナダでは、強制的公開買付制度が採用されていますが、全部買付義務は買付者には課されておりません。イギリスでは、両者が採用されている点で、我が国と同様になっています。アメリカにつきましては、公開買付義務がそもそもありませんので、本報告では取り上げないこととさせていただきます。

1－4 カナダ法

カナダの証券規制は、各州及び準州で、法令が定められておりまして、各法域においては、各州の証券取引委員会が規則の制定及びエンフォースメントを担っています。公開買付規制も、基本的には同様ですが、規制のハーモナイゼーションが目指されておりまして、各州の証券委員会がカナダ証券管

理局（C S A）を構成し、統一規則の制定が試みられている途中です。

公開買付規制については、C S Aによって、M I 62-104 が制定されていまして、各州の採択が待たれているところです。一部の州では採択を終えておりますが、オンタリオ州などの主要な州においては、まだ採択が済んでいません。そこで、M I（Multilateral Instrument）となっていますが、これがすべての州で採択されれば、N I（National Instrument）に格上げされることとなります。

資料 12 でございます。最初の 4 ページが目次でございますが、この次から本体に入って、上部にページ数が振られております。3 ページです。1.1 条の一部として、「take-over bid」の定義規定が置かれております。議決権付証券または持分証券について、20%以上を取得することになる買付の方法としては、原則として公開買付が義務づけられることになります。持分証券とは、同じ条文中に定義がございまして、配当であれ、残余財産分配であれ、残余請求権を表章した証券を意味しております。このように、議決権ないし支配に注目した強制的公開買付の建付にはなっていません。

複数の種類の株式が発行されている場合の公開買付義務の範囲については、これは先ほどの「take-over bid」の定義からもわかりますように、種類別でよいことになっています。また、公開買付者の義務が 2.8 条で定められていまして、公開買付は買付対象の種類（class）の証券の保有者のすべてに応募しなければならないとされているのみです。すなわち、別の種類の証券について買付義務は生じないこととされていまして、この限りでは、我が国と同様です。

また、この M I を採択していない州のうちで、カナダの証券規制に最も影響を与えているのはオンタリオ州です。強制的公開買付制度についての概要は、M I と同様です。

とはいえ、カナダの公開買付に関する規制は、これらにとどまっておりません。トロント証券取引所の規制の重要性が増しています。本報告との関係では、Company Manual、資料 13 ですが、これの「coattails」といわれる

買収保護条項が重要であるとされています。資料13の52ページあたりの(1)という条項ですが、公開買付等の場面では、異なる種類の株式の保有者に対して同じ扱いを求めるものです。普通株式に対して一定の公開買付がなされる場合には、制限的証券、すなわち、残余持分証券のうち普通株式でない証券についても公開買付がなされなければならないという設計になっています。これは、カナダの上場会社において活発に種類株式が使われている事情があるために、証券取引所の自主規制によって、無議決権株式や議決権制限株式の保有者に、議決権株式に対する公開買付に参加する機会を与えようとするものです。

普通株式を買い付けようとする場合のみが想定されていますので、逆に制限的証券が買い付けられようとしている場合に、普通株式に対して、coat-tail が及ぶか否かは定かではありません。この点、カナダの友人に尋ねましたところ、トロント証券取引所は恐らく coat-tail を用いるであろうという意見を知らせてくれました。ルール of the 趣旨から実質的に考えるという姿勢が強いと思われます。

このように、カナダでは、現時点では、法令上は種類株式の取り扱いについて、我が国の限定説のうち形式説に近い建付になっています。ただ、証券規制の改革が急速に進められている折に、現状でよいかについては疑問が持たれており、射程範囲の広い実質説、さらには無限定説を実現する方向が目指されております。

1-5 イギリス法

イギリスにおいては、公開買付に関するEC指令の国内法化が、会社法において行われているのはご案内のとおりです。これがテイクオーバー・コードの最新版です。

「Rule9.1」では、公開買付義務が生じる場合が定められていますが、これは議決権の30%以上を買付者と共同行為者が保有する場合などであるとされています。この場合に、買付者は、基本的にすべての株券等に対して公開買付をすることが求められます。株式については議決権の有無を問いません

し、株式以外の譲渡可能な議決権付証券であっても、強制的公開買付の対象となります。転換社債等の潜在的な議決権証券について、テイクオーバー・コードは、一般的には公開買付義務を生じさせるものではないとしつつも、転換権等の行使を、公開買付義務を生じさせる持分取得行為と取り扱う可能性を認めています。

異なる証券の株式について公開買付が義務づけられる場合には、価格の均一性の観点から、それぞれの証券についての買付価格をどのように定めるかが問題となります。「Rule9.5」ですが、パネルへの照会が推奨されていまして、パネルが価格について調整する権限を有することとされています。EC指令は5条で「equitable price」の買付を受けることになります。

このように、イギリスにおいては、保有する株式の種類を問わず、株式には売却の機会が平等に与えられるべきであるとして、公開買付義務が株式の種類を問わず適用されることになります。無議決権株式であっても残余請求権者である以上は、支配の移転によって株式の価値に変化が生じるので、売却の機会を与えようという趣旨によると理解できます。

1-6 小括

複数の種類の証券を発行する対象者に関して、特定の種類の証券の買付に公開買付が義務づけられる場合には、カナダでも、イギリスでも、他の種類の証券をも公開買付の対象としなければならないこととされています。とはいえ、どのような種類の証券であっても対象になるわけではなく、カナダでは残余持分証券に当たるもの、我が国では議決権のない株式になりましょうか、これが公開買付の対象とされなければなりません。

このような制度を参考にすれば、我が国の現行法の解釈として、限定説のうちで実質説がとられることは適切であると考えられます。他方で、議決権と関係する証券しか公開買付の義務づけの対象にならない仕組みになっている点は、立法論としては、再考を要するとも考えられます。また、いずれの法域においても、20ないし30%という1つの基準をすべての公開買付規制で用いており、株券等所有割合の段階に応じて規制を変えていく我が国の姿

勢とは異なっている点が注目されます。

2 全部勧誘義務の適用範囲

——会社法制と証券市場法制の役割分担——

2-1 序論

我が国において、全部勧誘義務が課される場面においては、買付者が取得を目指す株式の種類が何であれ、すべての株券等について申し込みの勧誘がされる必要があり、しかも、同一の公開買付手続によることが求められています。

イギリスにおいて公開買付が強制されるのは、支配が移転する可能性がある株券等の取得であると判断される場合ですが、議決権ベースで30%を基準としています。この基準を超える株主が出現すると、会社の経営方針などに大きな変化が生じる可能性があるため、すべての株主に公正な退出の機会を与えようという発想で、全部勧誘義務と全部買付義務が課されております。さらには、公開買付期間終了までに買付の条件を満たした場合などには、原則として、少なくとも14日間は追加の応募に応じなければなりません。また、会社法上も、特定の株主が90%を取得するに至った場合には、残された少数株主にはセルアウト権が認められています。このように、幾重にも、退出の機会を少数株主に与えようとしています。

他方、カナダでは、株式所有の分散化が進んでいないようですが、会社の現経営陣に友好的な大株主たちが支配を握っている上場会社が少なくありません。20%という基準にしても、これを支配と直結させているわけではありません。議決権数のみを基準とするのではなく、議決権のない残余持分証券を取得するだけでも、公開買付が義務づけられるという枠組みになっています。議決権の有無にかかわらず、公正な退出機会を保障しようとするものであると考えられます。

議決権を有しない株主に対しても、一定の場合に、退出する機会を与えるという発想は、我が国でも、会社法で見ることができます。例えば、組織再

編行為に際しての株式買取請求権は「当該株主総会において議決権を行使することができない株主」にも認められており、典型的には無議決権株式が想定されています。この規制の趣旨は、イギリスにおける全部勧誘義務の規制の趣旨と同様であると理解することもできます。

なお、株式買取請求権が反対株主に与えられるのは、この権利と議決権との関係が分断された現行法においても、原則として株主総会で特別決議が必要な事項が承認された場合です。もしすべての株主が議決権を行使したとすれば、議決権基準で3分の2以上の多数による決定がなされた場合ということになりますが、この数字は、金商法上の全部勧誘義務が生じる3分の2の基準に一致しています。

他方で、株主総会の特別決議は、最低では定足数の2分の1に対して3分の2を乗じた3分の1の議決権で議案が承認される仕組みになっています。これが、公開買付義務の基準と一致しています。段階的な組み立てにも関係し、会社法と金商法が、整合性を持ちつつ、適切に役割分担をすることの必要性を示す例であると思われます。

2-2 公開買付規制の変遷

我が国における公開買付規制の変遷を眺めてみると、昭和46年の証取法改正において導入されて以来、母法における連邦証券諸法に倣って、買付者側と対象者側のいずれをも有利に扱うことをせずに、中立的であろうとしてきたと考えられます。

他方で、平成2年の証取法改正の前から、会社法制で検討すべき実体規制が含まれていたことが指摘されています。

平成2年の改正では、強制的公開買付制度が導入され、市場規制の一部として公開買付の実体規制を行うことが明確になりました。もっとも、強制的公開買付制度については、その趣旨ないし目的について、種々の説明が考えられます。金融庁の立案担当者は、「我々として支配プレミアムという説明をしたことは余りないと思うのです。ただ、そういうふう論じられる方も少なくないように認識はしている」と述べていらっしゃいます。

平成 18 年の証取法改正は、冒頭申し上げました特殊な背景のもとで進められております。会社支配争奪に際してあるべき法の枠組みについては、会社法制としての議論が先行しましたが、法令によって対応したのは証券市場法制としての証取法改正でした。証券市場法制から会社法制に対して、何をどのように還元していくのが今後の課題となっています。

2-3 全部勧誘義務と全部買付義務の趣旨

平成 18 年の証取法改正によって、全部勧誘義務や全部買付義務が導入されると、これは開示規制のみで制度趣旨を説明することが難しくなります。全部買付義務に関する規定の趣旨として、レジュメに掲げましたように、「大量の株式を保有する株主が出現することで、買付けの対象にならなかった株式を抱える零細株主が著しく不安定な立場に陥ることから、保護しようとするものである」、こういう説明がされています。この趣旨からすれば、「異なる種類株式が存在していたならば、これも原則として買付義務の対象となる」という建付にするのも自然なことであると思われます。

平成 18 年 12 月の金融庁の見解は、レジュメの 12 ページあたりでございます。「No.35」から「37」が参考になります。抜粋してございますので、どうぞらんくください。

太田先生のご論文にありますように、「TOBによらずに買付けを行うことについての同意を取得すべき対象者の範囲と買付者側に勧誘義務が課されることになる対象者の範囲とは一致すると考えるのが自然」であると思われます。

規定の文言を見ても、他社株府令 5 条 3 項は、「公益又は投資者保護に欠けることがないものとして内閣府令で定めるもの」という全部買付義務の例外は、一定の要件を満たした場合に、「当該株券等」についてのみ認めるという規定ぶりになっています。

実質論として、このような規制を課することについて、おそらく異論は少ないものと思われます。ただ、全部買付義務は、単なる開示規制にとどまらず、公開買付に実体規制を課するという意識のもとに設けられています。と

すると、同年改正を契機に金商法が本来の役割を超えた規制を担っているのではないかという批判が強まったことも自然なものであったと思えます。

他方で、謙抑的な改正にとどまったためか、現在までに問題となる事例は生じていなさそうですが、規制が不十分な点もありそうです。すなわち、議決権に関係しない証券の所有者は、残余請求権者であっても、支配の移転に際して、公開買付を通して離脱する機会が与えられておりません。

2-4 会社法と金商法の役割分担

実質的意義の会社法の内実については、レジュメで江頭先生の文章を引用させていただきましたが、「会社法（平成 17 法 86 号）は、会社の設立、組織、運営および管理につき定める法律であり（会社 1 条）、それを国民経済全体の立場からではなく、利害関係者である個々の経済主体間の利害の調整という立場から規制することを目的とするものである」とされています。このような実質的意義の会社法が、形式的意義の会社法に含まれているか否かは、法の内容に大きな影響を及ぼす場合が少なくないと説かれています。

会社法と金商法の役割分担という観点からは、実質的意義の会社法に関する規制が証券市場規制としての金商法に取り込まれることによって、どのような課題が生まれるかが問題となります。

第 1 に、法の担い手という観点から所管官庁が異なることもあり、立法に当たっては、立法技術上の問題にとどまらず、会社法制の将来にも重要な影響を与える可能性が指摘されております。第 2 に、違反行為の私法上の効力への影響が、我が国では問題になります。この研究会でも何度も議論になった点かと存じます。第 3 に、会社法制は伝統的に会社関係者の利害調整のための仕組み法として考えられてきており、特定の政策課題に即応すべきではないという意味で、無色透明の法であることが期待されてきています。

このうち、第 3 点は、実質的意義の会社法をどう定義するかにもかかわりまして、やや循環する説明をさせていただきました。会社法が時々の社会経済状況に対応し得るだけの機動性を有しないのであれば、金商法が対処する範囲を拡大する方向で検討すべきであるとの指摘も説得的であると思われる

す。ただ、先ほど申しました第2点に関しまして、違反行為への最も強い制裁は、私法上の効力を否定することであると考えられますけれども、同等以上の法執行が金商法のみによって実現が可能かという問題が残されています。

また、第3点については、第1点との関係で、金商法を所管する金融庁の任務、所管事務は資金の効率的配分を図るため投資情報を金融商品等の価格に迅速に反映させる政策を立案すること以上には出ないと考えられておりまして、金商法1条の目的規定にいう「資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り」という文言に、金商法が行うことができる投資者保護の範囲が画されていると説かれているところです。つまり、金商法は、投資情報を株券等の価格への迅速な反映を図るという目的を有しており、この目的とは無関係な実体規制や手続規制は行えないと主張されています。

立法論として考えれば、金商法の目的を拡大することも可能ですので、このような説明は必ずしも絶対的なものではないとも考えられます。ただ、現在の立法過程を見ていきますと、所管官庁の権限が重なり合うことを認めた場合に、果たして十分な協調が可能かという疑問が残ります。冒頭の門口判事と江頭教授の対談でも、現在では省庁間の調整ないし調和が期待できなくなっている、このような様子が示されています。

私自身は、基本的には江頭先生の見解を基礎に考えるべき場合が多いと考えております。とりわけ企業結合関係の形成の段階の法的規制については、その後の結合企業の運営や解消、こういったものも視野に入れると、伝統的な会社法の役割が本来的に大きいと考えられます。ただ、同時に、会社法制において上場会社に対する規律が弱くなっており、会社法が適切な対応を迅速にするか、そうでないのであれば、金商法の体系を一段と組み直すことが必要になるとも考えられます。

立法論的には、会社法と金商法の上手な役割分担を考えていくことが必要であるとともに、形式的意義における金商法に実体規制がもし取り込まれる

とした場合には、仕組み法として無色中立的であるべき事項については、この理念が十分に尊重された上でなければならないと考えられます。

このような立場からは、金商法 193 条の 3 が活用されつつある点が注目されます。同条は、法令違反等を発見した監査法人等に、まずは、監査役等に適切な措置をとるべき旨を通知させ、もし監査役等が対応を怠れば、内閣総理大臣に申し出ることを求めるものです。会社法と金商法がうまく連携する例になり得るかもしれないと考えております。

2-5 全部買付義務に関する規制の再構築

会社法と金商法の役割分担の一例として、全部買付義務に関して、再び簡単に述べておきたいと存じます。

全部勧誘義務と全部買付義務が課されれば、公開買付において、対象者の株主には応募の機会が平等に与えられ、しかも、手残り株を有したまま、買付者が支配を獲得して、少数株主という立場に追い込まれることを避けることができます。その意味で、公開買付の強圧性は相当に減殺されることになります。

そこで、全部買付義務が発動される基準を引き下げることが提案されております。例えば、藤縄弁護士は、「30%超の議決権を市場外取引で押さえられてしまうとその時点で『ほぼ勝負あった』という状態になってしまう」とされています。その上で、「市場内取引も含め、一定規模以上の株式の買い集めに対しては全株を対象とする公開買付義務を課することも検討すべきである」とされています。このような規制が存しても、戦略的買収者の妨げにはならないとされております。

2-6 小括

この藤縄弁護士の提案は、公開買付義務、全部勧誘義務及び全部買付義務の発動基準をそろえようとするものであると理解できますが、株券等所有割合に応じた段階的な規制を単純化するという視点からも支持できるものであると思われます。ただ、市場内取引を含めるとされていることの是非については、「急速な買付等の規制」の趣旨にも関係して、意見が激しく対立して

いるところです。ここでは、段階的な規制を単純化するという意味合いが藤縄弁護士の提案にはあることのみを指摘させていただきます。

藤縄弁護士のご提案は魅力的であると思われますが、これのみで十分かについては検討の余地があると思われます。全部勧誘義務が課されていても、公開買付の強圧性を完全には解消することができないからです。

私自身は、昨年の私法学会シンポジウムで報告させていただいたところですが、金商法の全部勧誘義務などを充実するのではなく、会社法において、公開買付に続く第二段の締め出し取引等に公正さを確保するための手続規制を設けるとともに、実質的支配を発動の基準として、株式買取請求権（セルアウト権）を買付後の残存株主に与えることを提案しました。

イギリスのように、公開買付規制の中で買付期間の延長を義務づければ、同様の効果が得られるとは思われますが、少数株主に退出権を与えるべきことは、より一般的に会社法制、とりわけ企業結合法制において重要なことであると考えられます。少数株主の退出権は、結合企業の運営に際しても、支配株主などの行為に対して規律づけを与えることが期待されます。イギリス法では、公開買付の延長線上にセルアウトが位置づけられておりますが、そのような場面のみを想定するのでは十分でないと考えられます。会社法と金商法の役割分担でいえば、資本市場を機能させるためだけの規制ではなく、会社をめぐる利害関係者の一般的な規制をも目的とする規制であると理解されるべきです。

全部勧誘義務と全部買付義務は、会社法と金商法との役割分担が整理されない中で育まれた制度であるためか、規制の趣旨が明確でないという問題があり、あるいは、解釈が難しい規定が存在しており、趣旨が徹底できていない規定が存在しているとも思えます。

金商法に何を期待するのか、あるいは、証券市場法制の守備範囲は何かについて、会社法に任せる場合との違いを具体的に意識しながら、さらに検討することが期待されます。

3 公開買付期間

金商法の実体的規制に関して、公開買付期間についても、少しでも検討させていただきたいと存じます。

公開買付期間は、公開買付に関する情報を証券市場に周知させる期間という意味で、本来的には、金商法の情報提供の機能に関するものです。ただ、平成 18 年の証取法改正において、対象者に公開買付期間の延長請求権が認められた趣旨とも関係して、実体規制としての色彩を強めています。

カナダにおいては、買付期間の下限のみが規制されておりまして、上限の規制はなく、買付者が自由に設定することができます。

我が国においても、この買付期間については、平成 18 年証取法改正に向けて、ワーキング・グループで検討されたところでございます。抜粋した骨子につきましては、レジュメをごらんいただければ幸いです。

流通市場に悪影響が生じることを避ける必要があること、また、投資者を長期間不安定な地位に置くべきでないこと、これは報告書の述べるとおりであると思われます。ただ、買付期間の上限の設定が我が国で実際に機能しているか否かは、検証してみる必要があると思われます。

報告書も示唆しているところですが、昨年あたりから買収防衛策が導入されている場合に、委任状争奪戦を予定して、公開買付の予定が適時開示される事例が出ています。公開買付開始公告であれば、買付者は撤回を制限されますので、買付期間に上限を設定することによって、ある程度は期待した効果が得られます。

しかし、「買収防衛策が定時株主総会において解除されることを条件として、その後に公開買付を開始する」といった適時開示がなされますと、買付期間の上限を定める意味は限りなく失われると思われます。昨年の原弘産対日本ハウズイングの事件では、公開買付の予定の開示から、これを行わないことの開示まで、4 カ月以上かかっています。この間ずっと市場は不安定になっているわけです。こういうことが現に起こっています。

同様な事件も少なくないようですし、公開買付の予定についての開示も、適法なものであると一般的に考えられているようです。買収防衛策の発動が公開買付の撤回事由になる場合もありますから、買収防衛策が許される限りは、公開買付がなされた時点で、流通市場に対して不確定な情報が存在しています。また、事前警告型買収防衛策の導入は適時開示の対象となっていますので、発動条件を満たすような大規模な買付行為の予定も開示させることが望ましいと思います。

このような状況が生じ得ることから見ましても、買付期間の上限を法令で制限する意味は乏しいと考えられます。むしろ、公開買付期間の上限が種々の不透明さを生じさせるとの藤縄弁護士の指摘もあります。合理的な買付者であれば、公開買付を成功させるに足りる最短の期間を選択するのが通常であると思われるので、もともと制約を課す必要性は低いとも思われます。

4 公開買付規制に関する課徴金

平成 20 年の金商法改正によりまして、公開買付規制への違反行為も課徴金制度の対象とされています。

課徴金制度は、要件に該当する限り、規制当局に課徴金納付命令を発するか否かについての裁量はなく、また、行為者に違反事実の認識があったか否かを問わないと考えられていますので、公開買付規制の実効性を担保する手段としての意義は大きいとされています。

大ざっぱに申し上げますと、買付総額または時価総額の 25% に相当する額が課徴金とされます。

対象者が異なる種類の株券等を発行している場合には難しい解釈論が生じますが、この点は割愛させていただきまして、ご質問等がありましたら、太田先生にお尋ねいただければと思います。むしろ課徴金の金額が高額になる可能性があるにもかかわらず、どのような場合に、公開買付義務が生じるのか必ずしも明確でないことを指摘するにとどめさせていただきたいと思います。規制当局の裁量もない、行為者に違反事実の認識は必要でないというこ

となりますと、公開買付者は、法令の解釈の誤りのために、膨大な課徴金を課される可能性があります、実務は保守的にならざるを得ません。

例えば、レジュメにも書きましたが、公開買付開始公告等に虚偽表示があれば、対象者の時価総額の25%に相当する額の課徴金を課される可能性があります。他方で、同じ時価総額の会社に有報の虚偽記載があれば、時価総額に対して、10万分の6に相当する金額、または600万円の高いほうの額が課徴金となります。これはいかにもアンバランスではないかという考えもできると思います。

課徴金そのものは、規制の実効性を確保するために、違反者に金銭的な負担を課す行政上の措置として導入されています。その際には、行為者がやり得とならないように、利得相当額が課徴金の水準にされたと説明されています。

公開買付規制に違反する行為について、買付総額または時価総額の25%という額とされたことについては、立案担当者によりますと、公開買付に際して付される平均的なプレミアムに相当する費用を免れたとして、25%という額が定められたとされています。

確かに、典型的な事例においては、このような理由づけが妥当する場合も少なくないと考えられます。しかし、強制的公開買付制度の適用外と考えていたところ、適用内であると判断された場合などに、果たしてそれだけの利得があることが通例であるのか、疑問でもあります。冒頭取り扱いましたカネボウの事案でも、C種類株式の取得価額、これはある意味、独立当事者間取引の結果であったと評価する余地がございます。とすれば、普通株式をも含めた公開買付を開始していれば、この公開買付価格をさらに25%も上回っていたか、疑問が残るところです。

もしも、利益の吐き出しにとどまらず、実質的に罰則に相当するものであるならば、二重処罰の禁止との関係が問われることになると思われます。このように、公開買付規制の実体規制にかかわる課徴金については、より慎重な検討が必要であるとも考えられるところです。

5 結語

各所で緻密な議論が活発にされている折に、雑駁なご報告を申し上げまして、ご容赦ください。

また、例えば、価格の均一性の判断基準が大きな問題になっておりますが、本当に価格の均一性は必要なのかという問題、あるいは資金証明の問題について問題にされています。こういう他にも触れるべき問題点が残されておりますが、まずは直近の課題を中心に報告させていただきました。

私の報告は、以上でございます。ご教示いただければ幸いです。

討 議

神田会長 どうもありがとうございました。最近のホットな話題で、かつ大変難しい分野について、非常に盛りだくさんで、また詳細かつ明快なご報告、そして広い視点からのご報告ありがとうございました。

それでは、どういたしましょうか。いつものように、どなたからでも、どの点についてでも、ご質問、ご意見等をお出しいただければと思います。

山田委員 前回別の研究会で太田先生からご報告いただきまして、少し勉強させていただいたんですけれども、カネボウ事件で、中東先生初め太田先生は、高裁決定が無限定説というふうに整理されていると思いますけれども、中東先生、できれば太田先生のこの点のご見解をお伺いできればと思います。決定の31ページを見ますと、3、争点に対する判断の1、(1)の2段落目あたりですけれども、ここで、もっとも公開買付を義務づけるか否かは、このように会社の支配権に影響を及ぼすような証券取引であるかどうかのポイントであるからということで、議決権がある、C株については、これは利益配当請求権はないにしても議決権はあるということで、議決権の有無で判断をしているんじゃないか。これは前回少し議論させていただきました。

そういうことになると、議決権でもし分けているのであれば、実質説とい

いますか、限定説に近いというふうに考える余地はないのか、これは実質的には実質説に近いのではないのかと思ったんですけども、その点、先生のご見解をいただければと思います。

中東委員 実務の先生方がどのように受け取られたか、また太田先生にお教えいただければ幸いですが、私も、基本的には山田先生のお話は理解できます。報告で申し上げましたように、裁判所は恐らくそういいたったんだろうとも思えます。つまり、限定説をとりつつ、実質的に同一だから、当該株券等に共通株もC種類株式も当たる、こういいたったのであろうとも思うのですが、そのような解釈をするならば、もう少し慎重に述べないといけなくて、ご指摘の3行だけでは、理由としては不備ではないかと思えます。それ故に、これは無限定説をとるものであるという形で大騒ぎになったというのも仕方がないのかなと思っています。

太田委員 金融法務事情で非常に厳しい東京高裁判決批判を書いたので、東京高裁に出入り禁止になるのではないかとあって、今日は基本的に黙っていたのですが、それはともかく、結論的には、私は、この東京高裁の判決には随所に理由齟齬の違法があると思っています。中東先生も別の研究会でそのようにおっしゃられたことがあると記憶しております。今の山田先生ご指摘の点についてですが、確かにロジックとしては限定説に本来つながるべきように思いますけれども、結論からすると、この東京高裁判決は無限定説を採っていると解さざるを得ないと思っていますので、この部分も、ある意味で理由が判決のロジックがその内部で齟齬を来しているところの一つなのではないかと思っています。

黒沼委員 きちんと理解ができてないところがあるかもしれませんが、議決権のあるなしでいうと、この場合はあるんですね。株券等というのは、もともと議決権があるか、あるいは議決権を取得できるような証券に限定されているわけですから、その中で同一種類の株券等のみを対象とするというのが限定説で、それ以外のものを含めてただ株券等の範囲内では限定しないというのが無限定説なので、この点で高裁判決は無限定説をとっている

と私は思っています。

中東委員 黒沼先生のおっしゃるとおりだと存じます。もし裁判所が限定説を採用した上で同じ結論を導くのであれば、転換株式になっており、しかも、すぐ転換権を行使できる状態になっているということまでいった上で同一だといわないといけなかったと思います。議決権があるというだけで一緒だといわれたら、株券等は全部一緒になってしまいます。

太田委員 黙っていようと思ったのですが、やっぱりちょっと色々とお伺いしたくなってまいりました。一つ、色々な先生方のご意見を実務の立場から伺いたいと思っている点がございまして、実質説を採るとした場合の判断基準のところなのですが、この中東先生のレジュメの5ページ目に書いていただいているような考え方、即ち、池田課長ほかがお書きになられた解説の書籍に書かれている考え方が、現在金融庁が採っておられている考え方であると理解しております。この考え方は、先ほど中東先生もご指摘しておられましたとおり、買付者の主観的意図ですとか、あとは時間的な時の経過も含めて、「対象株券等」に該当するかどうかが変わってくるという考え方で、これによれば、時々刻々強制公開買付規制の適用対象となるか否かが変わってくるということにならざるを得ません。そして、昨年12月からは強制公開買付規制その他のTOB規制違反についても課徴金の適用対象とされており、買付対象金額の25%もの課徴金が課されるものとされている訳ですから、これでは実務としてはちょっとやっていけないのではないかと考えております。せめて、実質説を採用するとしても、買い付ける予定・意思といった主観的要素まで判断基準に取り込むのはいかがなものかと思うのですが、学者の先生方はどのようにお考えなのでしょうか。

私としては、実質説を採用するとしても、せめて株式の客観的な性質によって線引きをすべきなのではないかと考えているところなのですが、学界では余り議論されていないようでございますので、この機会に諸先生方がどのようにお考えかをお聞かせいただければと思っております。

中東委員 私自身は、先ほど申し上げましたように、この判断基準に基本的

には賛成でございます。意思はないということは確かに主観的なのですが、これは公開買付届出書等で、こういうことはしないということをいえばそれでよいだけですので、これは守られると考えています。

むしろ私から太田先生にお伺いしたいのは、レジュメの注の8ですが、先生と同じ事務所の武井先生は、この改正基準の範囲で十分対応できますとおっしゃっているのですが、実務家の先生によって、これが使えたり、使えなかったりするというのは、不思議な感じがしています。

太田委員 武井弁護士としては金融庁には弓を向けたくないということなのではないかと推測しています。実質説で、金融庁の見解通りだと、実務はやはり困るというのは否めないと思います。

中東先生に一点お伺いしたいのですが、主観的意思のところはまだ理解できなくもないのですが、時の経過によって「対象株券等」に入ってくる範囲が変わるという部分にはどうしても違和感があります。確かに、カネボウ事件のような場合に、C種類株式はもうすぐすると普通株に変わるのだから普通株と同様に扱うべきだというのは、直観的な議論としてはよく理解できるのですが、普通株への転換期限が近づいてきているときに、どの時点になったら、普通株と同様に扱われることになるのかという点について、何ら明確な基準がないと、実務としては非常に困ってしまいます。例えば、転換期限の3日前とかであれば、潜脱論でカバーできるようなものと思うのですが、転換期限の3カ月前とか半年前、1年前だったら一体どうなるのか、という点についてはどのように考えればよいのでしょうか。

中東委員 おっしゃるように、そのあたりの線引きは非常に難しいものだと思います。それでも、この判断基準にも一理あると申し上げた理由でございますが、5ページの最後の3行目にありますように、転換条件等の内容が、他の内容の株券等と明確に区別できるような場合には、適用除外があり得る、こういうふうになっておりまして、私の理解では、基本的にはこれは当該株券等について、限りなく無限定説に近い運用が予定されていると思います。ただ、明確に区別できる場合については、これは公開買付義務の対象から外

しましうと、かういふ形で読んだということでございまして、そのような立場は比較法的にも一理あろうということで賛成であるということです。これを恐らくクランアントに非常に親切的な形で運用しようとするとう困るというのは確かにそうだと思いますが、保守的に運用されれば、別にリスクはないということだと理解しています。

黒沼委員 これは解釈論なので、自由なことをいっていいと思うんですけども、私は実質説というのは無理だと思っています。解釈上とり得ないと思っています。その理由は、実質説は全部買付義務がある場合に限らずかういふ解釈をするわけですね。そうしますと、異なる株式である以上値段が違うわけで、それに付すべき価格も違う。その価格については、実質的な同一性を確保することができるとしても、全部買付義務が課されていないということは、最終的に買い付ける議決権の数を限定できるはずですよ。限定することになると、その後どうやって異なる種類の株主あるいは有価証券保有者の間で、実質的な平等を確保するのかという点については、現行法上手当てがなされていないんじゃないかと思っています。これを同一の手続でやるとなると、現在ある案分比例のやり方でやらなければならないんですが、それでも、実質的な平等が確保されるとは思えないのです。ですから、相応の手続が設けられていない限りできないんじゃないか。ただし、全部買付義務、全部勧誘義務が課される場合には、要するに、来たのは買わなければいけないということですから、価格の公平性さえ確保すれば可能だろうと思います。

前田副会長 限定説プラス形式説をとるべきだということですね。議論をお聞きして、先生方の多くは限定説を支持しておられるのですが、この議論は、平成 18 年改正で、全部買付義務・全部勧誘義務が入った前後で特に変わりはないという理解でよろしいのでしょうか。東京高裁の事件は、平成 18 年改正前という前提での議論ですね。

中東委員 強制的公開買付ないし公開買付義務が生じるかどうかということについてだけ申し上げると、平成 18 年改正前後で変わりはないと思います。

先ほどの黒沼先生のお話で、買付の方法等が難しくなるということですが、

それほど実際には難しく、できないことになるのでしょうか。

黒沼委員 工夫をすればできなくはないんですけども、証券の価値が違って、そこに含まれる議決権の量も違うとすると、議決権の量を見て、実質的に公平になるように、うまく買付予定株式数を決定して、同じ種類の株式の間で案分比例するということになるんでしょうか。それは議決権に着目したやり方ですね。果たしてそれでいいのかということも、どこにも何も書いてないので、公平とは何かということに帰着するのかもしれませんが、難しいのではないのかなと思っています。実際に計画をされたことのある方に教えていただければと思うのですが。

現行法では結局応募してきた者の間で案分するということですよ。発行済み株式総数とか議決権の数を基準にして買付予定数を決めていいのかという問題もあるという感じがしますね。

神田会長 今の黒沼さんのご指摘になったような点について、実務はどういう扱いをしておられるのですか。

太田委員 実務ではほとんど例がないので、まだよく分からないということだと思います。パナソニックによる三洋電機のTOBの案件も全部買付義務の適用を受けるのでしょから、余り参考にはならないのでしょね。従って、現時点では、そこまで深く考えなければならぬ事態が生じてないということだと思っております。

中村委員 私もまだ見聞きしていないですね。

太田委員 「そもそも論」なのですが、先ほど黒沼先生が、「実質的な対価の同一性、均一性を確保したとしても」とおっしゃっておられたのですが、株券等の種類が違えばその対価も異なっているということが当然の前提とされています。例えば、全部買付義務の適用があるTOBの場合で対象会社が新株予約権などを出しているときに、新株予約権の対価は1円だけれども一般の株式は時価プラスX%のプレミアムを載せているような実例はいくらでもあります。

もちろん、新株予約権については、TOBの時点では大体アウト・オブ・マネーになっていますので、所詮は実質価値がないのだから備忘価格でよいのだという議論はあるのかもしれませんが、それに株式の場合と同じ割合のプレミアムを載せようという発想は誰もしていないように思います。恐らく実務はこの問題を余り突き詰めて考えてはいなくて、種類が違えば対価が異なるのは当然だとぼんやり思っていた訳です。別の研究会で、条件の均一性に関する議論の際に、いや、これは実質的な均一性が必要なのだと中東先生ほか何人かの学者の先生がおっしゃられたので「なるほど」と思ったのですが、いずれにせよ、実務は今までは、そもそも種類が違えば対価は異なっていいうことを前提に動いていたように思っています。

中東委員 株式であれ種類が違えば、あるいは新株予約権であれば、それは形式的には価格が違うというのは当然のことであると思いますが、先ほどもご紹介いただきましたように、価格の均一性が要求されている以上は、実質的な価格の均一を問題とせざるを得ないと思います。この点、お配りした「ジュリスト」のセミナーでも、公開買付が1つかどうかという形でも問題にされていると思いますが、実質的な均一性を問題にせざるを得ないのではないのでしょうか。

黒沼先生がおっしゃるように、現実これが買付後の実質的な公平等を確保することが難しいということであれば、なおさら、報告でも申し上げましたように、基準として、公開買付義務が生じる場合と全部勧誘義務が生じる場合を一致させるほうが、すっきりするのかなという感じがしています。それだと困りますでしょうか。

太田委員 実務的な感覚からいえば、日本では種類株が余り活用されていないからと思うのですが、種類株を使って投資しようとしている投資家は、それぞれのポートフォリオや投資のスタンスなどがあって、個別に異なった条件で投資をしているので、エグジットのときに実質的な同一性が担保されるとは誰も思っていないで出資を行っているのではないかと考えています。

もし理解が間違っていたら訂正いただければと思いますが、先ほどの中東

先生のご報告の中で、カナダのトロント証券取引所の取扱いの話をご紹介いただきまして、トロント証券取引所では種類株が非常によく使われているというお話しでした。その後が私ちょっとよく聞き取れなかったのですが、その場合、限定説&形式説に近い取扱いがなされているとお聞き致しました。それは、非常に多彩な種類株が用いられるような状態である場合には、限定説と形式説の組み合わせのような考え方でいかないと、実務でどう対応してよいかがよくわからなくなってしまうからなのかな、と感じた次第です。

いずれにせよ、対価の額の実質的な均一性が必要という議論は、種類株を引き受けた投資家の投資に際しての想定・期待とも余り整合していないように思われます。

中東委員 確かにエンフォースメントを考えると、日本では非常に難しい、何か工夫が必要だというのはおっしゃるとおりだと思います。カナダの場合には、証券取引所にしてもそうですし、証券委員会にしてもそうですし、この場合は大丈夫です、この場合はだめですと、事前相談の形で法的安定性はきちんと確保していると思います。

今おっしゃった、投資家の前提がそれぞれ違うのではないかという点については、例えばカネボウのC種類株式にしても、そちらについてだけ買付義務を外したいのであれば、それこそそちらだけ適用除外の規定を使えば、つまり 25 名以内全員同意条件をとれば、それはそれで処理できるのではないのでしょうか。

神田会長 細かい点だけ発言してあれですけども、価格の均一性というのが私は昔からわからない。違うものに「価格を均一にせよ」といったって、無理にうそをつけということですよ。制度は想定していないから、どうしても解釈論で補わなければいけない話であると思うので、「均一」という言葉を使うことはやむを得ないのかもしれないのですけれども、違う種類のものではあれば、それはエクイタブル・プライスといえどもかく、当然違う値段をいうしかない。中東さんのおっしゃる均一という意味は同一ということですか。

中東委員 形式的に同一というのではなく、エクイタブルである、衡平だという意味です。では何をもって衡平な、均一な価格かといわれれば困ってしまう。どこかで決めないといけないだろうという感じではいます。

なお、最後のところに残された問題として書かせていただきましたが、証券が異なる場合だけではなくて、1つの証券についても均一性を要求する意味がどれだけあるのかと以前から考えています。今いる株主の株式の評価がホモジニアスではないとすると、安く評価している株主からは安く買って、高い人からは高く買えばよい。希望するところまで買付者は順番に買っていつでもいいというようなやり方も別にあり得ていいと思うのですが、それは現行法は認めていません。歴史的には、ファーストカム・ファーストサーブですか、そのようなものがあつたかと思うのですが、そもそも単一の証券しか発行していない場合に価格の均一性が本当に必要なのか。私は疑問を持っています。

神田会長 後のほうでおっしゃった話は別の話で、おっしゃるように、1つしか種類がない場合の株主間の homogeneity ということですね。公開買付規制がなくて市場で買っていく場合には、最初は1000円なら1000円から始まって、次は1100円、1200円と行くわけなので、均一性を要求されれば、最初の人に対しても1300円で買わなければいけないという話です。これに対して、種類を超えた場合の均一性の話は、homogeneity の問題ではなくて、違う種類の株式について何で同じ価格、均一の価格をオファーしなければいけないかという問題です。きょうは中東先生に非常に要領よくご報告いただき、議論の時間もかなり長くとれると思いますので、私の大きな感想を少し申し上げたいと思います。

私の感想は大きくいうと2つあります。1つは、公開買付規制にどこまでのものを求めるのかという政策的、制度的な問いかけがあると思うのです。できるだけ公開買付規制の中でうまくやってくれというのであれば、行き着くところは立法論になるのでしょうかけれども、イギリス型のもので、30%なり3分の1を超えたものは種類を超えて全部公開買付をやってください、価

格の点については公平な価格でということになっていくと思います。日本の制度としてはそれは立法論で、私はそういう立法論はあり得ると思います。これが大きな感想の1つです。これはまさにきょう問題提起された会社法なのかどうかということにもかかわる問いであると思います。

もう1つは、私の理解では、公開買付は歴史的には、ルールは形式的に書き切るということでやってきている世界だと思います。それがいい、悪いということはもちろんありますけれども、少なくとも歴史的には、先ほど黒沼さんがご指摘になったように、もし種類を超えてやれということであれば、その場合について全部手当てをしているはずで、規定が欠落しているということは、それは種類を超えては求めない、種類が違えば別という頭で来ているということはまず言えると思います。

ただ、そうはいっても、実質的な考え方がまったく成り立ち得ないかというと、種類が違えば違うということであるのだけれども、種類が違っても実質は同じではないかという事例があったような場合に、「形式が違いますから違います」という形式説でいいかといわれると、そうはいいい切れない場合が出てき得ると思うのです。そういう例外があるのであって、こういう表現がいいかどうか分かりませんが、従来の考え方は、形式説だけれども、例外がないわけではないので、不都合な場合は多少実質的な解釈をしますということであるのではないかと。さもないと、公開買付のルールは、ほかはすべてもっと書き切っている。ここだけ何も書いていない。この点があるのではないかとというのが私の感想です。

しかし、金融庁の方々の注の7の書き方は、原則と例外を逆に書いています。「除外する取扱いが認められる場合もあると考えられる」。これは従来の理解とは原則と例外の書き方が逆で、どうしてこういう書き方をされたのか。私は確認していませんけれども、これはたぶん何か事情があってこういう書き方をしているものと思われます。書かれている結論は同じかもしれないですけれども、従来の理解とは逆だと思うのです。

したがって、この部分だけ、規定が全くないけれども、解釈論として合理

的な解釈で補うというのは、もちろんやれなくはないことですし、そのほうが適切であるという議論は成り立つとは思いますが、従来の公開買付の取り扱いとか理解、それを実務と呼ぶか、何と呼ぶか、それからすると、それは明らかに、18年改正も含めてとっていいと思うのですけれども、ルールは細かく書き切ることですから、そのことには反する取り扱いです。今後ということでは、これは実質説で行くなら、黒沼さんがおっしゃったように、そういうルールを細かいことも全部書き切るべきだと思います。それを何も書かないでいて実質説で行くというのは、きついなあとと思います。

長くなって恐縮です。

中東委員 非常に勉強になりました。ありがとうございます。今の先生のお話、とりわけ第2点目を伺っていると、黒沼先生の問題意識から、太田先生、中村先生に教えていただいた実務の話が全部つながっていくことが非常によくわかるような気がいたしました。

価格の均一性については、もともとはカネボウ事件をみていて、形式的に均一になる場合についてだけ公開買付義務の対象となるということでのいいのかなと思っていました。この場合ですと、C種類株式は事実上、普通株と全く同じといってもいいぐらいですから、値段をつけろといっても、恐らく同じ値段、209円なら209円がついたはずであり、そういう場合に限って形式説の例外を認めるという立場でいたのですが、いろいろお話を伺っているうちに、実質的に考えるべきかなと思い始めていたところです。ただ、本日の研究会では、どうも実務的には動かせない制度であったり、あるいは歴史的な沿革に合わないような解釈を試みているというご指摘をちょうだいいたしましたので、さらに考えていきたいと思っています。

前田副会長 種類が違うときに、売却の機会の平等をどこまで確保すべきかという問題は、会社法のもとでも問題になることがありますね。自己株式取得の場面では、ミニ公開買付は種類ごとでもいいといっていますし、あるいは、相対取得の場合も売主追加の議案変更請求権を与えられるのはその種類の株

主だけです。つまり会社法の自己株式取得の場面では、その種類の中だけで売却機会の平等が確保されればよろしいという規律になっていて、立法論としては議論のありうるところでしょうけれども、会社法が種類ごとと明文で定めてしまっています。もし金商法のほうで、たとえ形のうえで種類は違って、場合によっては同じ種類と見て、売却機会の平等を確保しなければいけないという議論をし出しますと、会社法のほうもひょっとしたらそういう扱いをしないといけないのかという議論は出てきそうですね。あるいは、そこはきちっとすみ分けをして、「これは専ら金商法の話で、会社法はまた別です」という話になるのか。結局、それはまた金商法と会社法との役割分担という深い議論ともかかわってくるのかもしれないのですけれども。

神田会長 私も今の前田先生のお話のついでに……。会社法でミニ公開買付はそうなのですけれども、昔からある議論で、相対で買う場合、ある特定の株主から買う場合に他の株主が参加できますというタグ・アロング（tag along）が、種類を超えてなのか、超えないのかという議論があります。これは平成17年改正前からある議論ですけれども、改正後はその権利を排除することも認めましたので、実務上は余り問題にならないのかもしれませんけれども、あわせてお聞きできればと思います。会社法の自己株取得の場合、種類を超えて売却機会を与えるのか。

中東委員 会社法としては、本来的にはタグ・アロングについても種類を超えて規制をしないといけない。ただ、それが技術的に可能かという点、先ほど来問題になっているように非常に難しいかもしれないと思います。前田先生の問題意識について申し上げますと、金商法も実質を見るといっていますが、会社法で例えばタグ・アロングも種類別に行っているにもかかわらず、金商法だけは種類を一緒にすることをせよというのは非常に難しい感じがします。歴史的にはこの手の操作は恐らく会社法のほうが得意だったはずですが、会社法でも得意だったのにやっていない。その中で金商法だけ解釈論上これを求めてできるのかというと、そうではないと思います。神田先生のお話についても、もし実質説あるいは無限定説のほうに行くならば、金商法はそう

書き切っていないとまずいという気持ちを持って拝聴いたしました。

神田会長 いろいろ興味深い問題提起をしていただきました。この点についてさらにご発言いただいても結構ですけれども、ほかの点も含めていかがでしょうか。

黒沼委員 全部買付義務についてですけれども、全部買付義務の導入が少数株主の保護を目的にしているのは間違いないので、その点で会社法の規制と重なり合う部分があると思います。ただ、立法の際の理由づけとしては、上場廃止と特別決議を考えて、この要件を定めたのですが、本当にこの要件でいいのか、あるいはそれで説明できるのかということ、難しい面もあるのではないかと思うのです。

まず、上場廃止については、株券の種類ごとに決定されるはずで、全体の議決権の3分の2をとるかどうかということとは直接は関係ありません。特別決議については、会社法で定款の定めによって加重することができますので、連動した規定にはなっていない。会社法あるいは上場廃止の話と必ずしも連動したものになっていないので、中途半端な規定だと思います。

今のと関連してもう1点いいますと、議決権のない株式についても売却の機会を与えるというのはもっともなご指摘であり、立法論的にはあり得ると思います。ただ、今回は、もともと「株券等」が議決権に関連するものに限定されていたこと、上場されているのは、一部違うものもありますけれども、ほとんどが議決権のある証券であること、それから議決権の3分の2を基準にしているので、議決権のある証券のみを対象にすることも現行法の範囲内では理屈としてはおさまっているかなと思います。そこで、立法論として考えたときに、無議決権株と議決権株を発行していて、議決権株を全部取得してしまうというときに、無議決権株も買わなければいけないか。この点は何を基準にどう考えたらいいいのかよくわからないものですから、もしお考えがあればお教えいただければと思います。

中東委員 カナダ法のところで少し申し上げましたように、議決権のある証券を買い付けて支配が移転する場合があるということになると、残余財産分

配請求権者、残余財産分配請求権を付与した証券を持っている保有者には当然影響があるので、どこの法律で規制するかは別として、議決権のない株式の保有者についても売却する機会を与えないといけないだろう。実質論としてはそうなるのではないかと思います。

黒沼委員 となると、支配権の移動に着目して全部買付義務を認めるべきだということですか。

中東委員 そうです。支配権が移転することによって、会社の経営方針なり、事業の内容、計画等が異なり得ることを前提とするのであれば、その支配の変更には自分はずき合いたくないというものについては、エグジットの機会を与えるということになるかと思います。

黒沼委員 そうすると、3分の1にくっつけるということになるのですか。

中東委員 そのほうがすっきりしていると思います。

黒沼委員 それ以外の理屈は成り立たないのかなと考えていたのですけれども。

中村委員 無議決権種類株の場合の1つの視点としては、必ずしも会社法や金商法でそういう機会を要求しなくても、そもそも種類株を設計する段階で、例えば金銭を取得対価とする取得条項を設けることによって対処が可能です。そこで、そもそも無議決権株はTOBの対象外の商品だという割り切りが立法論としてあるのであれば、それを前提に無議決権種類株の商品をつくっていけばよい、と考えていました。

神田会長 私も同じような感じです。直観的で、よく考えたわけではないのですけれども、全く潜在的な議決権がない無議決権株があるときに、その人の分も買えというのはコストになってしまって、TOBをする場合、非常にしにくくなります。会社法的に言えば、支配株主が移動した場合に「私は抜きたい」というのは、買取請求制度等はあると思うのですけれども、この場合にはTOB、買収者に「買え」という義務を負わせるわけです。買収はそれが敵対的なものであれ、もうちょっとあっていいように私は思うものですから、そういう観点からいうと、潜在的議決権がない人のものまで自

分のお金で買えというのは、ちょっと行き過ぎのような気がするのです。考え方としては、今の公開買付制度の考え方の変更になると思います。支配権が移動することによって無議決権株に及ぶ影響のところもこの制度で面倒を見ましようといえ、もちろん成り立ち得る考え方だとは思いますが。

永井オブザーバー（以下OBS） 種類株式における議決権制限株式の議決権の意味は何なのか、わかりにくいところがあります。いずれかの種類株主に不利益を及ぼす場合には、種類株主総会を開催することが必要になりますが、その開催自体が実務上は煩瑣であり、種類株式の発行のネックになっているとも考えられます。種類株主の同意権の意味をどのように考えるべきかという問題です。買収防衛策として種類株式の発行が有効と考えられる理由もこの点にあるのではないかととも思います。

中東委員 種類株主総会とは一体何か、あるいはそういうものも想定した上で上場会社が種類株式を発行する意味は何かという点は、よくわからないというのが正直なところです。その点で、中村先生もおっしゃいましたけれども、もし議決権のない株式を上場するというのであれば、自主ルールであれば何であれ、適切な条項を入れた上ですることになっているのであれば、金商法、会社法ではそれ以上面倒を見ない、こういう使い方しかないというのは、それはそれであり得ると思います。ただ、他方で、無議決権株式を上場するというとなると、それだけでは済まないのかなという感じもいたします。

黒沼先生にお教えいただいて非常に関心を持ちましたので、さらに黒沼先生、あるいは他の先生にお教えいただければと思うのですが、全部買付義務を課される3分の2は一応説明されているけれども、それほど根拠のある数字ではないのではないかという話で、これはやはり説明しづらいものという理解でよろしいのでしょうか。私も、黒沼先生ほどはしっかり考えていたわけではないのですが、3分の1という数字から直ちにいろいろなものが後づけ的に説明はできても、「これゆえにこういう規制になる」という数字としてこれが使えるのかというと、非常に疑問な感じがしていました。

同時に、議決権のない株式については、株式買取請求権のところでお話し申し上げましたように、公開買付規制の中ではどうも全部説明し切れていないもの、とらえ切れないものがあるのかなという感触を非常に強くしました。その点についてお教えいただければありがたいと思います。

黒沼委員 一応特別決議を念頭に置いて3分の2にはなっているけれども、厳密にいうと違っている部分もあるでしょうということをいたただけで、ではどうしたらいいのかというとなかなか難しいと思っています。

神田会長 歴史的に言えば、黒沼さんのおっしゃったとおり、なぜ3分の2を選んだのかというのは、おっしゃったような説明です。もう1つの選択肢としては、3分の1ルールまで合わせるということです。いわゆるイギリス型で、3分の1超の場合には全部勧誘義務です。そこまで合わせるということもあり得たのですけれども、当時1ついわれたことは、事業再生取引等で3分の1超だと常に全部勧誘義務というのはtoo muchであるということでした。1つの可能性としては、立法論ですけれども、将来3分の1まで行くか。きれいにはなります。

ただ、この分野がなかなか難しいのは、例えば日本の場合、市場で買うのはいいですし、それから今の買付義務ということでいいますと、新株発行の形をとればセーフです。こういうことが議論を非常に難しくするのです。どうもこの制度は、きょうのご報告の趣旨でもあると思うのですけれども、会社法と金商法を足し合わせて全体で考えて、ある種のビジョンを持った中でやらないと、個別のところだけワッとやっても非常にアンバランスが生じるという難しさがあるように思うのです。立法論としては、例えば3分の1まで行くというのは1つ、きれいな世界ではありますけれども。

中東委員 そうした問題意識からご報告させていただき、1つの考えとしては、3分の1にそろえるのは今のところでは非常にわかりやすいと考えていました。ですが、神田先生がおっしゃるように、それで足りているかといえ、そうではなく、全部見て考えていかないといけない。それは現在のところ私には詰め切れておりませんので、特に最近問題になった点を中心に考え

てみました。あるいは、全体で考える作業をする際にどういう枠組みでやっていくのがいいのか。金融庁は金融庁で考える、法務省は法務省で考える、そこでどういう調整をとっているのかよく知りませんが、そこをきちんとやっていけるような環境にどうやったらなるのか等を含めて、今後検討していきたいと思っています。

神田会長 3分の1までとした場合に、実務が困ることはありますか。

中村委員 実務というよりも、資金量の制約がありつつ、これだけのブロックの株式を買いたいという買付者がいたときに、3分の1ないし100%というルールになってしまうと、そのような買付者によるM&Aの機会がなくなってくるので、結局、そういう世の中にしてよいのかという政策判断とかわってくると思います。

太田委員 私も同様に思っております。アメリカですと、過半数をとらないとM&Aをする意味がないというぐらいの感覚だろうと思うのですが、日本では、「20%取得して実質的に支配下に収めた」というようなM&Aが相対的に非常に多いのではないかと感じます。日本的なマーケットにおいては、20%ですとか25%を取得して、ある程度、被買収者側の経営の自律性を尊重した上で、買収者側もある程度コントロールを効かせるというようなM&Aのニーズが多いのではないのでしょうか。私は、藤縄先生がいておられるのは考え方としては分かりますけれども、日本のマーケットにはちょっとそぐわないのではないかと思っております。

藤縄先生などが全部買付義務を非常に強く強調する前提としては、基本的に過半数をとらない限りM&Aは意味がないという考え方があるのではないかと思います。今申し上げたような次第で、わが国においては20%なり25%の取得という「ソフトな」M&Aのニーズが相当ありますから、結論的にはわが国の企業社会の実情には馴染まないのではないかと思っております。

黒沼委員 今の点と反対の議論で恐縮ですが、会社法にも責任があるのではないかと。つまり、定足数とか決議要件がかなり緩やかであるから、少

ない議決権でも支配権がとれる。そういうことを考慮すると、全部買付義務を課す割合を引き下げても、ヨーロッパでは規制の対象になっているところが、日本ではこれまで規制の対象になっていなかっただけのことだともいえるわけです。ただ、私は、全部買付義務の基準値を下げたほうがいいと考えているわけではありません。

神田会長 難しくてよくわからないですね（笑）。

中東委員 私も、黒沼先生がおっしゃるように、会社法にも問題があると思っています。米国等では定足数を考えずに議決権総数を分母に過半数と規定しているので、それはそれで非常にわかりやすい。例えば特別決議の要件にしても、現行のとおりでいいのかということが問題となり得ると思います。他方で、20%という数字にしても、日本特有の考え方を金商法なり会社法がとっていて、20%になったら持分法強制適用にされるというのは日本ぐらいではないでしょうか。そういった会計基準あるいは財規等がある中では、もうそこから直さない限りは20という数字は動いていかないというか、米国と同じように考えろといわれてもなかなか難しいのではないかと思います。

太田委員 ちょっと補足致しますと、黒沼先生のおっしゃるとおり、定足数の問題はあると思うのですが、普通の上場会社では、ザクツとした感覚で申し上げますと、議決権行使比率は大体70%ぐらいなのではないかと思います。ですから、35%とか40%とかを握れば、実質上過半数を握ったことと同じだと考えていると思うのです。20%ですと、支配権を握るという感じではなく、実質的な拒否権を保有するような感覚なのかもしれません。

20%取得といったようなM&Aがわが国で数的に多いのは、今、中東先生もおっしゃられたとおり、持分法適用の問題があって、持分法適用会社にしたいという形でのM&Aが多いということだと思います。

この他に、わが国で出資比率を20%にとどめておくようなM&Aが多い理由としては、強制公開買付規制の適用を回避したいというニーズが強いからであろうと思います。強制公開買付規制に抵触しないようにある程度の経営支配権を獲得しようと致しますと、20%か25%の取得ということになる

訳ですけれども、25%という数字には会社法上も余り意味がないですから、結果的に20%を取得するパターンが多くなっているということだと思います。

中東委員 買収防衛策を入れている上場企業の多くは20%を発動の基準としており、20%以上となるかどうかを非常に気にするようですけれども、それはどうしてなのでしょう。

太田委員 一つの要素としては、非友好的に20%を取得された場合、会計上、持分法適用会社になってしまうことに強い抵抗感があるということが挙げられると思います。日本の経済社会の感覚では、持分法適用会社になるということは「支配下に入る」という印象があり、色が付いてしまうため、他社との業務提携などにも支障を来しかねません。また、会社の従業員などにとっても、「他社の支配下に入る」という印象が生じることには感覚的に強い抵抗感があるように思われます。このことは場合によっては従業員のモチベーションの低下につながりかねません。学者の先生方が、別に支配されるわけではないし、20%ならいいではないかというのは理屈として当然わかるのですけれども、対象となる会社側としては、やはり今申し上げたような形で企業価値に悪影響が生じる、ということを強く懸念しているということだと思います。

中東委員 大変興味深いお話をありがとうございました。であればこだわらなくてもいいのにといい気もしますし、他方で、なるほどこだわるんだなという感じもしました。ただ、持分法適用会社にしたところで、会計帳簿閲覧が認められないような事例では、どうやって連結財務諸表をつくるのか、またそれを監査するのか。財規等でも、20%をとっても例外が一定程度認められているはずなので、持分法適用会社にならない形で連結財務諸表をつくらざるを得ないのではないかと思います。

太田委員 多分財務諸表自体はつくれるはずだと思います。持分法適用になったとしても、財務諸表で確かに限定的に必要な部分は出てくると思いますけれども、何も洗いざらい出さなくても持分法利益を取り込むだけな

ので、財務諸表がつかれないということはないのではないかと考えております。

中村委員 実際は守秘義務契約を結んだ上で、連結パッケージを持分法適用関連会社のほうから出してもらって、それをもとに上のほうの会社が自分の連結財務書類をつくるというのが実務です。そして、そこは一たん持分法適用会社になったら大人の対応をする、それが今までは普通の関係でしたけれども、真剣に争ったら、協力しない場合に本当にどうなんだという話は別途あり得ると思います。

太田委員 全然別の、刑事罰と課徴金のところの話なのですが、非常に面白い論点を含んでいるように思いますのでお伺いできればと存じております。本当は藤田先生が中座される前にお伺いできればよかったと思っているのですが、仮に種類を超えてTOBをしなければいけないような場合があるとして、それに違反した場合の刑事罰や課徴金は一体どの条文で読むことになるのかという問題があります。

金商法の構造としては、刑事罰は、基本的に、公開買付開始公告なしに買付を行った場合と、公開買付届出書に虚偽記載がある場合とに科されることになっています。一方で、課徴金の方は、虚偽記載だけではなく、表示すべき重要な事項の表示の欠落がある場合も対象とされています。即ち、表示すべき重要な事項の表示の欠落がある場合には、刑事罰は科されないものの課徴金は課されるという構造になっています。この場合、公開買付けしなければいけなかったのだけれども、ある種類株式について公開買付けを行わなかったということがあるとして、その場合を「表示すべき重要な事項の表示の欠落がある場合」として捕捉しようとする、それは課徴金の対象とはなる訳ですが、刑事罰の対象とはならない訳です。それでは今申し上げたような事案を公開買付届出書に虚偽記載があるとして捕捉できるのか、それとも公開買付けを行わなかったものとして取り扱うことになるのか、という問題があります。

藤田先生は、「ジュリスト」の座談会の中で、種類株についても強制公開

買付規制が適用され、普通株と種類株の両方にTOBをかけなければならない場合には、観念的にはその場合のTOBは2つあるのだとおっしゃられています。つまり、外形的には1つのTOB手続が進行しているように見えるけれども、その場合、観念的には2つのTOBが同時並行的に行われているだけだと考えられる訳です。そのような考え方から致しますと、恐らく、普通株の他に種類株にもTOBをかけなくてはならなかったのにそれをしなかった場合には「公開買付けを行わなかった場合」として処断されるということになるのでしょう。

これに対して、今日は残念ながらいらっしゃっておられませんが、松尾直彦先生は別のところで、公開買付けというのは外形的に1つの手続であれば観念的にも単一でしかないとおっしゃっておられました。

この両説のうち、どちらが妥当なのか、中東先生にもお伺いしたく存じます。

中東委員 詰めて考えていないのですが、複数の種類の株券等がある場合、全ての株券等について公開買付をしなければいけなかったのにしなかった、公開買付義務の適用除外になるつもりだったということであれば、開始公告そのものが行われていないということになり、「開始公告を行わないで」と考えるのが自然であると思います。

ところが、全部買付義務が生じているにもかかわらず、部分的な公開買付にしてしまって漏れがあったという場合には、重要な事項の表示の欠落と理解すれば、罰則はないということになりそうです。

これらのバランスがとれる形で結論を導かないといけないと思うのですが、なかなか難しいのではないかとと思っています。その意味で、実質的に考えると、公開買付の個数については、よくわからないというのが率直なところだと思います。

神田会長 私も別の場所でその議論によく参加するものですから、関連して、今、種類を超えた公開買付はしなくていいというルールだとして、しかし任意にしたい場合にそれは2つやるのですか。それとも1つ、あるいは自由に

選べるのですか。

中東委員 形式的には1つだと思います。それがゆえに価格の均一性の問題も出てくると思います。

神田会長 2つやることは認められない。優先株と普通株とを別個に公開買付をやりますというのは認められない。別個という言い方は問題ですけども、仮に期間は同じにそろえて2つの公開買付をやりますというのはなしだと・・・。

中東委員 それがいいかどうかは別として、そうになってしまうということだと思います。

神田会長 藤田さんや私は、原理的にそれに非常に違和感があるのです。

黒沼委員 実質的に同一のものとしてやらなければいけないときに2つあるとすると、罰則、課徴金はかからないということですね。

山田委員 資金証明の問題に少し言及されたのですが、今現在、公開買付届出書をE D I N E Tで見ると、例えば貸付金を見ると、大体P D F 1枚で、金融機関と融資の相談をしていますとか、その相談を受けましたとか、そういう形の証明が多く、実際に融資が受けられるかどうかというところまでは担保していない。実際に今の状況では最終的に決済ができるかどうかというところまではわからない。この点、もう少し踏み込んで資金証明に強制力を持たせるべきか、そこまで開示すべきだと先生はお考えかどうか、ご教示いただきたいと思います。

中東委員 自分では実現の可能性はないと思っているのに公開買付公告だけを始めてしまうということをさせてはいけないので、情報開示の観点からも、一定の資金証明は今よりも重たいものが必要になると思います。金融機関から融資を受ける予定になっているというのであれば、コミットメント・レターを出させるべきであると思います。また、「親ファンドがついているから大丈夫です」、このようなものでは十分ではないと思います。きちんと決済ができることについてエビデンスを開示しなければいけないと考えるのが、マーケットを混乱させないという意味でも筋かなと思います。

山田委員 そうすると、そこまで資金力がない場合には公開買付をしてはいけないのでしょうか。

中東委員 何をもって資金力がないというかだと思います。レバレッジをきかせてターゲットを適正な価格で買って担保に提供すれば、理屈の上では買うことができますので、いいのではないのでしょうか。

金井OBS 実務で、イギリスの場合は、binding のコミットメント・レターを出せということになっているのですけれども、今の日本の慣行は、subject to 銀行の board approval (取締役会での承認が条件) になっています。実際、ボードフォンの（ソフトバンクによる買収の）ときにまさにそういう局面に直面したのですけれども、実務的な問題として、銀行サイドもかなりのデューデリ（due diligence）をやります。そうしたときに、全部を binding にしてしまったときにT O Bのスピード感とのバランスを実務的にどう調整するか。

T O B期間は当然 20 日から 60 日です。ところが、20 日で仕掛けてすぐに「コミットメント・レターを持ってこい」といわれたときに、恐らく実務的に銀行サイドが逆に対応できなくなる。理想的には確かに binding ですが、その辺を実務と調整しないと、実際はワークしないのではないかという気がします。銀行サイドも、買収者ほどではないですが、買収者が行うリーガル・デューデリ、会計デューデリ、税務デューデリを全部もらってデューデリしてみて、L B Oファイナンスができるかどうかを判断していますので、単純に binding になってしまうと、短い期間には対応できないということになるのではないか。その点の配慮も必要かなという気がします。

黒沼委員 細かい点で恐縮ですが、1 点確認です。公開買付規制に関する課徴金のところで、虚偽記載がある公告を行った者の場合、対象者の時価総額の 25% というのは、買付を行った有価証券の時価総額の 25% という意味ですね。

中東委員 それも含めて全部だと理解していたのですが、間違っているかもしれません。

黒沼委員 これは私も昔、読み間違えていたのですが、例えば176条の6の1項1号で、買付等を行った当該株券等または上場株券等の数を乗じて得た額とあります。株券等と上場株券等に分けて規定しているのは、どうも、他社株公開買付の場合には株券等、自社株公開買付の場合は上場株券等と使い分けているようです。ですから、これは「買付等を行った」が後にもかかってくるので、買付等を行った額の25%という意味だと思います。そうでなければ、余りにも高過ぎて過酷な課徴金になってしまうと思います。

中東委員 そうすると、結局これは両方同じ金額になるということですね。

黒沼委員 この限りではそうですね。

太田委員 因みに、全部買付義務に違反した場合には、虚偽表示がある公開買付開始公告がなされているというように整理されるのだらうと思うのですが、課徴金は実際に買い付けた金額の25%で済んでしまうとされていますので、67%だけTOBで取得して、あとはキャッシュがもったいないから全部買付けを行わなかったとした場合、課徴金はやはり実際に買った67%の4分の1で済む、つまり、刑事罰のことを考えなければ「やり得」になってしまうという理解でよろしいのでしょうか。

黒沼委員 いや、わかりません。考えたことがなかったので。

太田委員 課徴金の問題を調べましたときに、3分の2以上の買付けの場合における全部買付義務の規制を導入した際に、どうも余りその点を深く突き詰めずに課徴金に関する規定の手当てがなされてしまったのではないかと、という気が致しました。もっとも、内閣法制局の整理では、課徴金というのは基本的に利得の吐き出しなので、TOBを行うべきであるにも拘わらず行わなかった場合には、TOBを行う場合に通常支払うべきプレミアム相当分を「利得」とみなしてそれを吐き出させるという整理なのかもしれませんが、全部取得義務が履行されなかった場合には何が「利得」なのかよく分かりませんが、立法者としては、その問題を意識した上で敢えて現在のような条文の建て付けにしているのか、余り意識していなかったのか、その辺りがよく分からないなと思っております。

神田会長 仮に全部買いをしていたら応募があったであろう数を推測してというのが一番条文に近くなるのでしょうか。それは現在の条文ではちょっと難しいですね。

話題が尽きないうちに定刻の4時になりましたので、このあたりにさせていただきます。きょうは中東先生の provocative で、かつ興味のあるご報告のおかげで、非常に多様な議論ができたと思います。いずれにしても非常に難しい分野だとは思うのですけれども、どうもありがとうございました。

きょうで今回のセッションというか、ラウンドは終了になります。そこで、これは証券取引法研究会以来の伝統なのですけれども、研究会の成果の取りまとめを本の形で出版させていただきたいと思っております。ご報告いただきましたメンバーの方々には、多分最初は私だったと思うのですけれども、いずれにしても、その報告をベースに本におさめるための原稿のご執筆をお願いしたいと思います。別紙をお手元に配付させていただいています。これまでと同じです。それでよろしく願いいたします。

それがどのぐらい順調に行くか、ここではいいにくいのですけれども、とにかくこの成果をまとめる段階に進みたいと思います。その先の話は、詳細は今後、理事長ともご相談させていただきたいと思います。研究所のほうのご意向等もあらうと思いますし、またご参加いただいている実務の方々のご要望、あるいは今回ご参加いただきました先生方のご意向等もあると思います。

歴史の話になりますが、今のメンバーにセットさせていただいたのは、江頭先生と森本先生に共同で会長をお引き受けいただいたときです。それでワンラウンド回って両先生がお引きになり、森本先生は顧問としてお残りいただけたのですけれども、それを前田先生と私でいわば引き継ぐような形になって、我々が引き継いでからの1ラウンドが終了した、江頭・森本両先生のラウンドから数えると2ラウンドが終わったというのが、今のメンバー構成での大体の歴史です。

いずれにしましても、先があるとしても、来年の春以降、4月以降になる

と思います。そのあたりにつきましてはさらにご相談して、また皆様方をお願いをさせていただくことになろうかと思います。長い期間にわたり、ご報告をいただき、またこの研究会に熱心にご参加いただきまして、本当にどうもありがとうございました。

それでは、以上で終わりとさせていただきたいと思います。中東さん、きょうはどうもありがとうございました。

2009年5月27日
金融商品取引法研究会

「公開買付け制度」

名古屋大学 中東 正文

- 0 はじめに
- 1 種類株式発行会社を対象者とする強制的公開買付
 - 1-1 カネボウ事件高裁判決
 - 1-2 東京高裁判決による激震と課題
 - 1-3 公開買付義務の適用範囲に関する立法論
 - 1-4 カナダ法
 - 1-5 イギリス法
 - 1-6 小括
- 2 全部勧誘義務の適用範囲
 - 会社法制と証券市場法制の役割分担----
 - 2-1 序論
 - 2-2 公開買付規制の変遷
 - 2-3 全部勧誘義務と全部買付義務の趣旨
 - 2-4 会社法と金商法の役割分担
 - 2-5 全部買付義務に関する規制の再構築
 - 2-6 小括
- 3 公開買付期間
- 4 公開買付規制に関する課徴金
- 5 結語

0 はじめに

平成 18 年 3 月 29 日研究会

「敵対的買収に関する法規制」

会社法と金融商品取引法との間の役割分担が不明確に¹

①早稲田大学グローバル COE <<企業法制と法創造>>総合研究所

江頭憲治郎「会社法制の将来展望」〔資料 10〕

②門口正人＝江頭憲治郎〔対談〕²

江頭教授

「法務省が他の官庁の権限事項を侵犯するということは考えられなくて、むしろ他の官庁、つまり金融庁や経済産業省が立案する法律で、これは本当にその官庁の権限なのかというような事項があるのではないのでしょうか。例えば、いま学者の間で問題になっているのは、TOB に関して、ディスクロージャーなら金融庁の権限かもしれないが、実体規制は本当に金融庁の権限事項なのかといったようなことです。」

1 種類株式発行会社を対象者とする強制的公開買付

1-1 カネボウ事件高裁判決

東京高裁平成 20 年 7 月 9 日判決〔資料 2〕³

¹ 岩原紳作ほか「敵対的 TOB 時代を迎えた日本の買収法制の現状と課題〔座談会〕」MARR2007 年 1 月号 20 頁〔岩原発言〕。

² 門口正人＝江頭憲治郎「会社法の立法と裁判〔対談〕（平成 20 年 7 月 18 日収録）」6 頁落合誠一編『会社法コンメンタール第 8 巻 機関（2）』（商事法務、2009 年）。

³ 旧カネボウは、産業再生機構（IRCJ）の支援下に入った後に、粉飾決算が発覚し上場廃止になり、銀行等から支援を受け、現在は、ファンドのもとで経営されている。ファンドは、産業再生法に基づく営業譲渡等により、旧カネボウの主要 3 事業を別会社で取得し、旧カネボウの株主は抜け殻となった会社に残

表1 旧カネボウの株主構成

株式種類	保有者	議決権数	議決権割合
普通株式	一般個人投資家等	51,283,557	30.8%
C 種類株式	産業再生機構	52,631,500	31.6%
	カネボウ化粧品	62,500,000	37.8%

表2 関係法令一覧

	金商法	金商法施行令	他社株府令
強制的公開買付 (公開買付義務)	27 条の 2 第 1 項但書	6 条の 2 第 1 項 7 号	2 の 5 第 1 項 2 項
		平成 18 年改正前 7 条 5 項 4 号	平成 18 年改正前 3 条の 2 の 4 第 2 項
全部勧誘義務	27 条の 2 第 5 項	8 条 5 項 3 号	5 条 3 号
全部買付義務	27 条の 13 第 5 項	14 条の 2 の 2	

争点----

「当該株券等のすべての所有者が同意している場合として内閣府令で定める場合」(平成 18 年改正前証取法施行令 7 条 5 項 4 号 (25 名未満全員同意の例外。平成 18 年改正前他社株府令 3 条の 2 の 4 第 2 項))

①限定説----買付対象株券等の所有者に限定される。

②無限定説----買付対象外の株券等も含めた全ての株券等の所有者を意味する⁴。

されることになった。そこで、残された株主が支配株主である受け皿会社（トリニティ）、さらには受け皿会社に出資をした 3 ファンドに対して損害賠償請求がなされた。

⁴ 松尾直彦「東京高裁による公開買付規制の解釈の評価」金融・商事判例 1304 号 1 頁（2008 年）。本件の評釈として、太田洋「種類株式の買付けを通じた上

(参考)

松尾論文〔資料 3〕

太田論文〔資料 4〕

(参考)

C 種類株式---議決権を有する利益配当請求権のない種類株式で、平成 18 年 10 月 1 日⁵以降であれば普通株式に転換可能なもの

1-2 東京高裁判決による激震と課題

商事法務のスクランブル (10/25 号)⁶。

日本経済新聞 (11/24 号)「法務インサイド」〔資料 5〕

課題----

2 つの種類の株式を実質的に見て、同一と判断できるか否か？

①限定説-----形式説 vs 実質説 〔資料 4〕13 頁参照

金融審議会金融分科会第一部会公開買付制度等ワーキング・グループ報告
「公開買付制度等のあり方について」4 頁 (2005 年)〔資料 1〕

場企業の買収と TOB 規制---カネボウ少数株主損害賠償請求事件東京高裁判決を手掛かりに----」金融法務事情 1854 号 35 頁 (2008 年) などがある。本報告も、これらの文献に負うところが多く、本研究会の松尾教授、太田弁護士、山田准教授には、別の研究会等でご教示をいただいた。

⁵ トリニティが IRCJ から C 種類株式を譲り受けたのは、平成 18 年 1 月 31 日、カネボウ化粧品から譲り受けたのは、同年 2 月 21 日である。普通株主を排除するための営業譲渡は、同年 4 月 14 日に行われた。

⁶ スクランブル「カネボウ事件東京高裁判決と TOB 規制」商事法務 1846 号 62 頁 (2008 年)。商事法務の次号でも、松尾拓也「種類株式に対する公開買付規制の適用」商事法務 1847 号 25 頁 (2008 年) が公表され、高裁判決に対して痛烈な批判がなされている。

「種類株式については、累次にわたる商法改正で多様化してきており、平成 18 年施行予定の会社法により、その設計が更に柔軟化されることとなる。議決権株式に転換可能な無議決権株式や転換後の議決権数が増減する議決権付株式の取扱いについては、本年〔平成 17 年〕12 月 1 日施行の内閣府令において、一定の手当てを行ったところであるが、このような動向等を踏まえ、種類株式等に係る公開買付制度の適用については、更なる規定の整備を図っていくことが適当である。」

平成 18 年改正----

全部勧誘義務が生じる場合の扱いを除くと、先送りにされた？

〔資料 8〕127 頁〔池田発言〕参照

実質説を採る場合の判断基準----

池田＝大来＝町田⁷

「同一の発行者に係る 2 以上の内容の異なる株券等について、買付け等の対象に含めるものと含めないものを区別して公開買付けを行うことは、公開買付制度上、当然には予定されていない。

一方、2 以上の内容の異なる株券等の発行者の株券等を買付けに当たって、たとえば、ある内容の株券等については現在も、また、将来に向かっても、買付けの予定・意思が一切ない、などの場合も想定されるところである。同一の公開買付手続に含めるべき株券等の内容の範囲については、最終的には個別事案ごとに判断される必要があるが、このような場合であって、かつ、当該株券等に係る議決権、配当、普通株式への転換条件等の内容が、他の内容の株券等と明確に区別できるような場合には、公開買付けを行うにあたって、当該株券等を買付け等の対象から除外する取扱いが認められる場合もあると考えられる。」⁸

⁷ 池田唯一＝大来志郎＝町田行人編著『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』97 頁（商事法務、2007 年）。

⁸ 太田・前掲注（4）39 頁。他方で、本文で紹介した基準に、基本的に賛成する

金融庁（平成 18 年 12 月 13 日）〔資料 9〕4 頁、6-7 頁

「証券取引等の一部改正に伴う証券取引法施行令等の改正（案）」に対するパブリックコメントの結果について」

「（別紙 1）コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」

No.	条文	コメントの概要	金融庁の考え方
11	令第 6 条の 2 第 1 項第 7 号	令第 6 条の 2 第 1 項第 7 号にいて、「当該株券等のすべて」とは、買付価格を均一にするべき株券等のすべて（例えば、普通株式、A 種類株式、B 種類株式を発行している会社の A 種類株式を買付ける場合、A 種類株式すべて）と理解しているが、その理解でよいのか。	買付け等の対象とすべき株券等のすべての所有者を指します。
15	令第 6 条の 2 第 1 項 7 号	ある種類の種類株式のみを 25 名未満の株主から買付ける場合、当該種類株主全員の同意を得て、かつ買付け後の株券等所有割合が 3 分の 2 未満又は投資者保護にかけることがないものとして内閣府令で定める場合に該当すれば、令第 6 条の 2 第 1 項 7 号により、公開買付は不要となるの	ある「種類」の株式のみを 25 名未満の株主から買い付ける場合であって、当該種類株式のすべての所有者からの同意を得たときは、令第 6 条の 2 第 1 項 7 号及び他社株券令第 2 条の 5 第 2 項の要件を満たせば公開買付けは不要となります。ただし、株券等の「種類」をどのようにとらえるかは、関係法令に照らして、個別事案ごとに判断されるものと考えら

ものとして、池田唯一ほか「金融商品取引法セミナー（第 3 回）公開買付（3）」ジュリスト 1377 号 140 頁（2009 年）〔武井一浩発言〕。武井弁護士は、「個別事案での処理の適正性は、この解釈基準の範囲内で十分対応できます」とされる（同 140 頁）。

		か。	れます。〔以下・略〕
--	--	----	------------

1-3 公開買付義務の適用範囲に関する立法論

種類株式発行会社

25 名未満全員同意の例外⁹

カネボウの案件に関する国会での審議

参議院財政金融委員会（平成 18 年 6 月 1 日）〔資料 6〕

東京高裁判決〔資料 2〕33 頁右側の「イ」

「公開買付制度は、会社支配権に影響を及ぼし得るような証券取引について、透明性、公正性を確保することをその趣旨とするもので、取引所有価証券市場外において株券等を大量に買い付けて会社支配権に影響を及ぼし得るような証券取引については、買付者をして情報を開示させ、一般の株主にも公平に売却の機会を付与しようというものであるところ、たとえ買付者が特定の種類株式を買付けの対象として企図したとしても、その買付けが会社支配権に影響を及ぼすようなものであるとすると、それは株価を変動させ、買付け対象外の株券等の所有者（一般の株主）にも大きな影響を及ぼすものであるから、透明性、必要性を確保する必要があり、公開買付けを強制する必要があることに変わりはない」

カナダ----

○公開買付義務（強制的公開買付制度）

×全部買付義務¹⁰。

⁹ なぜ 25 名未満でなければならないか（他社株府令 2 条の 5 第 1 項。施行令 6 条の 2 第 1 項 7 号の「少数」も参照）については、疑問が示されている（池田ほか・前掲注（8）132 頁〔岩原紳作発言〕）。

¹⁰ 手残り株に伴う強圧性の減殺については、MI 61-101 Protection of Minority Security Holders in Special Transactions が対処をしている。

イギリス----

○公開買付義務

○全部買付義務

1-4 カナダ法

カナダ証券管理局 (CSA: Canadian Securities Administrators)

MI 62-104 [資料 12]

Multilateral Instrument

National Instrument

公開買付 (take-over bid) の定義 (s. 1.1)

議決権付証券 (voting securities)

持分証券 (equity securities)

公開買付者の義務 (s. 2.8)

オンタリオ州証券法 [資料 11]

公開買付の定義 (s. 89(1))

買付対象 (s. 94)

トロント証券取引所 (TSX: Toronto Stock Exchange)

Company Manual [資料 13]

coattails: takeover protective provisions [資料 13] 52 頁(l)

制限的証券 (restricted securities)

= 残余持分証券 (residual equity securities)

普通株式 (common securities)

= 議決権が何ら制限されていない株式

1-5 イギリス法

公開買付に関する E C 指令〔資料 14〕

2006 年会社法 (Companies Act 2006)

Panel on Takeover and Mergers (s. 942)

City Code on Takeovers and〔資料 15〕

Rule 9.1----公開買付義務が生じる場合----議決権の 30%以上

Rule 9.5----パネルへの照会を推奨、価格を調整¹¹

(参照) EC 指令〔資料*14〕17 頁---- equitable price (s. 5)

1-6 小括

¹¹ 北村雅史「イギリスの企業結合形成過程に関する規制」森本滋編『企業結合法の総合的研究』192 頁 (商事法務、2009 年)。

2 全部勧誘義務の適用範囲

-----会社法制と証券市場法制の役割分担-----

2-1 序論

全部勧誘義務¹²

(金商法 27 条の 2 第 5 項、施行令 8 条 5 項 3 号、他社株府令 6 条の 2 第 1 項 4 号)

全ての株券等について申込みの勧誘

同一の¹³公開買付手続¹⁴。

イギリス----議決権ベースで 30%を基準

支配移転に伴う全てに株主に対する公正な退出の機会

公開買付の延長 (Rule 31.4)

セルアウト権 (Companies Act 2006 ss. 983-985)。

カナダ----議決権または残余持分ベースで 20%を基準

日本----議決権を有しない株主に対しても退出する機会を与えるという発想

株式買取請求権 (会社法 785 条 2 項 1 号ロほか)

全ての株主が議決権を行使----

議決権基準で 2/3 以上----全部勧誘義務

最低数での承認----

1/3 (= 1/2 x 2/3) ----公開買付義務

¹² 全部勧誘義務は、公開買付開始時点における買付対象の設定に関する規制であり、全部買付義務 (金商法 27 条の 13 第 4 項、施行令 14 条の 2 の 2) は、公開買付期間終了後の決済に関する問題である点で異なる。長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス金融商品取引法』444 頁 (商事法務、2009 年) 参照。

¹³ 買付価格の均一性の問題とも関係して、複数の種類の株券等に対して公開買付がなされる場合に、これを 1 つの公開買付と理解するか、種類ごとの公開買付があると理解するかの議論について、池田ほか・前掲注 (8) 128-129 頁、136 頁参照。

¹⁴ 買付け等の価格の均一性に関する規定を (金商法 27 条の 2 第 3 項、施行令 8 条 3 項)、どのように解釈すべきであるかという難問がある (池田ほか・前掲注 (8) 128-131 頁参照)。

2-2 公開買付規制の変遷¹⁵

昭和 46 年の証券取引法改正

平成 2 年証券取引法改正前¹⁶

平成 2 年証券取引法改正
強制的公開買付制度

2-3 全部勧誘義務と全部買付義務の趣旨

平成 18 年証券取引法改正
全部勧誘義務
全部買付義務

趣旨----

「大量の株式を保有する株主が出現することで、買付けの対象とならなかった株式を抱える零細株主が著しく不安定な立場に陥ることから保護しようとするものである」¹⁷。

↓

「異なる種類株式が存在していたならば、これも原則として買付義務の対象となる（他社株府令 5 条 3 項 1 号 2 号）」¹⁸。

金融庁（平成 18 年 12 月 13 日）〔資料 9〕 12 頁

¹⁵ 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門』341-342 頁（商事法務、2009 年）、池田唯一ほか「金融商品取引法セミナー公開買付（1）」ジュリスト 1372 号 102-107 頁（2009 年）〔神田発言、岩原発言〕ほか参照。

¹⁶ 森本滋「公開買付」龍田節＝神崎克郎編『証券取引法体系』283 頁（商事法務研究会、1986 年）参照。

¹⁷ 近藤＝吉原＝黒沼・前掲注（15）353 頁。

¹⁸ 近藤＝吉原＝黒沼・前掲注（15）353 頁。

「証券取引等の一部改正に伴う証券取引法施行令等の改正（案）」に対するパブリックコメントの結果について」

「(別紙1) コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」

No.	条文	コメントの概要	金融庁の考え方
35	令8条第5項第3号及び他社株府令第5条第3項	法第27条の2第5項、令第8条第5項第3号及び他社株府令第5条第3項に規定する「当該株券等の発行者が発行する全ての株券等」とは、当該株券等の種類を問わないとも読めるが、本条文はどのような意味か。	ある種類株式を買い付けることで議決権の3分の2以上を取得するような場合には、会社法の特別決議が可能となる等の点に鑑み、議決権を有するすべての株券等に買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘を行うことを義務付けることとしています。
37	令8条第5項第3号	上場廃止後の公開買付けについては、投資家保護の対応が不十分ではないか。	上場廃止等に至るような公開買付けの局面において、手残り株をかかえることとなる株主が著しく不安定な地位に置かれる場合があることに配慮し、株券等所有割合が3分の2以上となる場合には、すべての株券等について申込みの勧誘を要することにしました。

太田〔資料4〕41頁

「TOBによらずに買付けを行うことについての同意を取得すべき対象者の範囲と買付者側に勧誘義務が課されることになる対象者の範囲とは一致すると考えるのが自然」

他社株府令第5条第3項----

「公益又は投資者保護に欠けることがないものとして内閣府令で定めるもの」という全部買付義務の例外は、一定の要件を満たした場合に、「当該株券等」についてのみ認めるという規定ぶり

全部買付義務----

公開買付に実体規制を課するという意識

池田ほか〔資料 9〕 111 頁〔池田発言〕

「私どもとしては証券取引法の枠を越えてはいけないという思いが半分と、同時に両方の法律を合わせて、最終的には株主、投資者の立場を守っていかなければいけないという両方向の中で、平成 18 年改正のような見直しをして、全部買付義務や全部勧誘義務といったものを入れたりしているわけです。そういう中で公開買付けの目的というのが、従来よりも対象広がっている感は否めないと思います。一言で言うと、株主の公平な売却機会の確保ということですが、その公平というのはどの範囲の公平なのか。おそらく従来の公平は、当該 TOB 手続における公平だったと思います。……どの範囲の公平かというのは、結果として従来よりも広がっている部分があるだろうとは思っています」。

2-4 会社法と金商法の役割分担

実質的意義の会社法の内実

江頭〔資料 10〕 115-116 頁

「会社法（平成 17 法 86 号）は、会社の設立、組織、運営および管理につき定める法律であり（会社 1 条）、それを国民経済全体の立場からではなく、利害関係者である個々の経済主体間の利害の調整という立場から規制することを目的とするものである」。

①法の担い手

会社法制の将来にも重要な影響を与える可能性

②違反行為の私法上の効力への影響¹⁹

③会社法制は伝統的に無色透明の法であることが期待²⁰

(a) 金商法を所管する金融庁の任務・所管事務 [資料 10] 122-123 頁

金融庁設置法 3 条、4 条 1 号 26 号

金商法 1 条²¹

「資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な
価格形成等を図り」

(b) 現実の立法過程----十分な協調が可能か? ²²

結合企業関係の形成の段階の法的規制

----伝統的な会社法の役割が本来的に大きい²³。

¹⁹ 公開買付規制に対する違反の効果としては、議決権行使を制約するのが立法論的には最も意味のある制裁であろう。黒沼悦郎「企業買収ルールとしての公開買付規制」ジュリスト 1346 号 34 頁 (2007 年)、池田ほか・前掲注 (15) 120 頁〔藤田友敬発言〕参照)。とくに非居住者である買収者に法令違反があった場合に、法の執行を担保する制度がないことが指摘されている。藤縄憲一「検証・日本の企業買収ルール」商事法務 1818 号 18 頁 (2007 年)。また、松尾直彦「買収防衛策と公開買付規制のあり方」金融・商事判例 1299 号 1 頁 (2008 年) は、「関東財務局による公開買付規制及び委任状勧誘規制の運用はその透明性を向上させる必要があり、更に金融庁本体への移管も検討することが望まれる」とする。

²⁰ 中東正文「組織再編」浅木慎一ほか編『検証会社法』(浜田道代先生還暦記念) 559-560 頁 (商事法務、2007 年) 参照。

²¹ 江頭憲治郎「会社法制の展望」上村達男編『企業法制の現状と課題』122-123 頁 (日本評論社、2009 年)。近藤光男「公開買付制度」河本一郎・龍田節編『金融商品取引法の理論と実務』45 頁 (経済法令研究会、2007 年) も参照。

²² 門口=江頭・前掲注 (2) 6 頁。

²³ 中東正文「企業結合法制と買収防衛策」森本滋編『企業結合法の総合的研究』106-112 頁 (商事法務、2009 年) 参照。また、2008 年日本私法学会シンポジウム「企業結合法の総合的研究」に関して、私法 71 号 162-163 頁〔松尾発言、中東発言〕(2009 年) も参照。

会社法制において上場会社に対する規律が弱体化²⁴

会社法と金商法の上手な役割分担

仕組み法として無色中立的であるべき事項

金商法 193 条の 3---会社法と金商法の連携

2-5 全部買付義務に関する規制の再構築

全部買付義務が発動される基準を引き下げる提言（藤縄弁護士）²⁵

これのみで十分か？

会社法---

手続規制＋株式買取請求権（セルアウト権）²⁶。

2-6 小括

²⁴ 池田ほか・前掲注（15）111 頁〔松尾発言〕。

²⁵ 藤縄・前掲注（19）22 頁。公開買付義務を生じさせる株券等所有割合については、20%から 1/3 の範囲を想定されている（同 24 頁注（16））。

²⁶ 中東・前掲注（23）108-109 頁。

3 公開買付期間

公開買付期間

情報提供の機能

実体規制としての色彩²⁷

カナダ

買付期間の下限のみ規制

オンタリオ証券法〔資料 11〕

----買付期間は 35 日以上 (OSA s. 98)

MI 62-101 s 2.28 〔資料 12〕

----35 日以上

公開買付制度等ワーキング・グループ〔資料 1〕6-7 頁

「公開買付期間が徒らに長期化することは流通市場への影響等の観点から望ましくないことにも留意する必要がある」。

「今後公開買付けと委任状争奪戦を同時進行的に行うような局面も出てくることを想定すると、公開買付期間の上限（60 日）についても大幅な引上げが必要ではないかとの指摘があった。この点については、株主・投資者を長期間不安定な地位に置くべきではないとの指摘があり、……当面は、現行の制度を維持していくことが適当であると考えられる」。

委任状争奪戦を予定して、公開買付の予定が適時開示される事例

公開買付期間の上限が種々の不透明さを生じさせている²⁸。

²⁷ 事前警告型買収防衛策が、情報と時間を潜在的な対象会社の経営陣に与えるという枠組みになっていることから、求められる情報と時間の内実によっては、市場に対する情報提供機能を超えて、買付者または対象者のいずれかを有利にするという意味で、実体的規制に関わる可能性がある。

²⁸ 神田秀樹＝藤縄憲一「防衛策の検証と日本の企業買収ルールの今後のあり方」MARR2009 年 1 月号 16 頁〔藤縄発言〕。藤縄弁護士は、「ここ〔公開期間の上限〕に柔軟性があれば、まず TOB をかけさせ、資金をちゃんと用意しているかなど、買収者の真剣度を測ったうえで、きちんと交渉することができる」とさ

合理的な買付者であれば、最短の期間を選択するのが通常²⁹。

れる（同 16 頁）。

²⁹ イギリスにおいては、公開買付に関する E C 指令〔資料 14〕に従って買付期間が 2 週間以上 10 週間未満を原則としつつ、例外を緩やかに認めていることから（Directive 2004/25/EC Art. 7）、最短で 14 日としつつ（Rule 31.1）、70 日を超える買付も認めている（Rule 31.2）。買付期間終了までに買付の条件を満たした場合などに、買付者は、原則として公開買付期間終了から 14 日間以上、買付に応じなければならない（Rule 31.4）。結局のところ、公開買付期間が長引くことには、そう神経質ではないと思われる。

4 公開買付規制に関する課徴金

公開買付規制違反の課徴金

- ①公開買付開始公告を行わないで株券等の買付をした者は、当該買付等の総額の 25%に相当する額（金商法 172 条の 5）
- ②虚偽表示のある公開買付開始公告を行った者等は、公開買付開始公告の前日における対象者の時価総額の 25%に相当する額（金商法 172 条の 6）

対象者が異なる種類の株券等を発行している場合³⁰

課徴金の金額が高額になる可能性

義務発生要件が不明確

規制当局の裁量がない。

行為者に違反事実の認識が要求されていない。

（参考）

公開買付開始公告等の虚偽表示

----対象者の時価総額の 25%に相当する額の課徴金

有価証券の虚偽記載（金商法 172 条の 4 第 1 項）

----時価総額の 10 万分の 6 に相当する金額

（または 600 万円の高い方の額）

課徴金の水準----

違反行為が「やり得」とならないように、利得相当額³¹。

公開買付規制に違反する行為----平均的なプレミアム³²。

³⁰ 太田・前掲注（4）43 頁参照。

³¹ 大来志郎＝鈴木謙輔「課徴金制度の見直し」商事法務 1840 号 31 頁（2008 年）。

³² 大来＝鈴木・前掲注（31）36 頁。

5 結語

残された課題の例

①価格の均一性の判断基準

本当に価格の均一性に関する規制が必要なのか？

②資金証明の問題

配布資料

- 資料 1. 金融審議会金融分科会第一部会公開買付制度等ワーキング・グループ報告「公開買付制度等のあり方について」（2005 年 12 月）
- 資料 2. 東京高判平成 20 年 7 月 9 日金融・商事判例 1297 号 20 頁〔カネボウ少数株主損害賠償請求事件控訴審判決〕
- 資料 3. 松尾直彦「東京高裁による公開買付規制の解釈の評価」金融・商事判例 1304 号 1 頁（2008 年）
- 資料 4. 太田洋「種類株式の買付けを通じた上場企業の買収と TOB 規制--カネボウ少数株主損害賠償請求事件東京高裁判決を手掛かりに--」金融法務事情 1854 号 35 頁（2008 年）
- 資料 5. 日本経済新聞 2008 年 11 月 24 日「法務インサイド M&A の現場に戸惑い」〔前村聡〕
- 資料 6. 第 164 回国会参議院財政金融委員会会議録第 18 号（2006 年 6 月 1 日）〔1 頁、38-40 頁を抜粋〕
- 資料 7. 池田唯一ほか「金融商品取引法セミナー公開買付け（1）」ジュリスト 1372 号 102 頁（2009 年）
- 資料 8. 池田唯一ほか「金融商品取引法セミナー（第 3 回）公開買付け（3）」ジュリスト 1377 号 114 頁（2009 年）〔114 頁、125-140 頁を抜粋〕
- 資料 9. 金融庁「（別紙 1）提出されたコメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」〔1-12 頁を抜粋〕〔「証券取引等の一部改正に伴う証券取引法施行令等の改正（案）」に対するパブリックコメントの結果について（平成 18 年 12 月 13 日付）〕
- 資料 10. 江頭憲治郎「会社法制の将来展望」上村達男編『企業法制の現状と課題』115 頁（日本評論社、2009 年）。
- 資料 11. Ontario Securities Act, R.S.O 1990, Ch. S.5 [ss. 89-101.7 を抜粋]
- 資料 12. Canadian Securities Administrators, Multilateral Instrument 62-104, Take-over Bids and Issuer Bids [抜粋]
- 資料 13. Toronto Stock Exchange, Company Manual [抜粋]
- 資料 14. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids
- 資料 15. The City Code on Takeovers and Mergers, Section F. The Mandatory Offer and its Terms, Rule 9 [抜粋]

（注）配布資料のうち、資料 1、6、9～15 を次頁以降に掲載。
他の資料については、掲載を省略。

金融審議会金融分科会第一部会
公開買付制度等ワーキング・グループ報告
～公開買付制度等のあり方について～

1. 審議経緯等

(1) 公開買付制度等の変遷

公開買付制度は、会社支配権に影響を与えるような取引等が行われる場合に、投資者に予め情報開示を行うとともに、株主等に平等に株券等の売却の機会を与える制度であり、英米における制度化や資本の自由化の流れを受けて昭和 46 年（1971 年）に証券取引法上の制度として導入された。

その後、平成 2 年（1990 年）には、株高・金余り現象を背景とする企業合併・買収の活性化、市場における大量買集め事例の増加等を受け、諸外国の制度との調和を図る観点から、大量保有報告制度の導入と併せて、全面的に改正され、現行制度の骨格が整備された。

近年においては、事業再編行為等の迅速化、手続の簡素化の観点等から、公開買付規制の適用除外の範囲を拡大する等の改正が累次にわたり行われてきたところである。

(2) 近時の合併・買収等をめぐる動きと公開買付制度等

近時、我が国における企業の合併・買収件数は急速に伸びてきており、企業買収の一手段である公開買付けの件数も増加している。その態様についても多様化しており、今後、いわゆる買収防衛策をめぐる動きや会社法制の抜本的改正の施行等と相俟って多様化の流れは更に強まっていくことが予想される。合併・買収に関するこれらの動きは、公開買付けの手続において買付者や対象会社等に株主・投資家に対してどこまで情報の提供を求めていくか、公開買付けを利用した合併・買収の一連の過程において株主・投資者間の公平をどこまで追求していくか等の論点を提起している。

また、合併・買収に至らない株式の大量取得の事例も増加しており、大量保有報告制度のあり方についても検討が強く求められている。

(3) 検討の経緯等

以上のような動向等を踏まえ、本年7月7日に取りまとめられた金融審議会金融分科会第一部会の「中間整理」においては、公開買付規制及び大量保有報告制度のあり方について検討を行うこととされた。

これを受けて、同日、金融審議会第一部会の下に当「公開買付制度等ワーキング・グループ」が設置され、公開買付制度等のあり方について、11回にわたり審議を行ってきたところである。

当ワーキング・グループでは、公開買付制度等のあり方を考える際の基本的な視点として、①手続の透明性・公正性と投資者間の公平性の一層の確保、②証券市場における価格形成機能の十全な発揮、③企業の事業再編行為等の円滑性の確保、等の重要性が指摘された。

また、こうした視点に立った見直しは、株主利益の向上、企業価値の向上にも資するものと期待される。

このような基本的視点に立って、当ワーキング・グループでは、以下のとおり、検討結果をとりまとめ報告することとした。今後、本報告書に示された考え方を踏まえ、当局において証券取引法令の整備を早急に進めることを期待する。

なお、公開買付け等に係る制度的枠組みは、基本的に証券取引法令において整備されるものであるが、同時に、今後の取引形態や取引手法の多様化、高度化等にどのように柔軟に対応していくかという課題が存在する。その際、証券取引所の自主規制には、取引市場の現場の要請を迅速かつきめ細かく反映させ、取引の公正性を実効的に確保していくことができる等のメリットがあることから、証券取引法令による規制を補完するものとして適切な役割の発揮が期待される。

また、当局においても、ノーアクションレターの活用等を通じて、法令の適用・解釈について一層の明確化を図っていくことが期待される。

2. 公開買付規制の対象範囲等

(1) 取引所市場内取引と公開買付規制

現行制度上、立会外取引以外の市場内取引については、公開買付規制の対象外とされている。この点について、会社支配権に影響のあるような取引については、立会外取引以外の市場内取引であっても、手続の透明性・公正性確保の観点から公開買付規制を及ぼす必要がないかとの議論があ

る。

この点、立会外取引以外の市場内取引は、基本的には、誰もが参加でき、取引の数量や価格が公表され、競争売買の手法によって価格形成が行われている。取引の態様によっては、立会外取引以外の市場内取引と市場外取引等との差が相対的となる場合もありうるが、一定の基準に基づき規制の線引きをすることが必要であり、立会外取引以外の市場内取引に公開買付規制を及ぼさないという現行制度には一定の合理性があると考えられる。

このような考え方に立ち、当ワーキング・グループでは、市場内取引を公開買付規制の対象外としている現行制度は、現状において基本的に維持することが妥当であるとの結論に達した。

（２）いわゆる３分の１ルール

現行制度上、市場外における買付けであっても、著しく少数の者（６０日間で１０人以下）からの買付けであれば、公開買付規制の対象外とされている。その一方で、著しく少数の者からの買付けであっても、買付け後の所有割合が３分の１を超えるような場合には公開買付けによることが義務付けられている（いわゆる３分の１ルール）。

この「３分の１」という基準をめぐっては、その基準の引下げを行うことにより、会社支配権に影響を及ぼしうる取引について、広く公開買付規制をかけるとの考え方もあり得る。しかしながら、①「３分の１」という基準は、会社法上、特別決議を阻止できる基本的な割合と整合的な基準であり、また、②「３分の１」の基準を引き下げるとは事業再編行為の円滑性を阻害することになりかねないとの問題がある。これらのバランスを考慮すると、現時点において「３分の１」の基準については、基本的に現状を維持することが妥当であると考えられる。

しかしながら、いわゆる３分の１ルールについては、例えば、３２％までの株式を市場外で買い付け、その後、市場内で２％の株式を買い付ける、あるいは、新株の第三者割当を受ける、といった態様の取引を行うことにより、公開買付けによらずに３分の１超の株券等を所有するに至る者が出てくることが想定される。この点については、例えば一定期間に行われる一連の取引について取引所市場外での取引と、それと同時に又は引き続いて行われる取引所内での取引あるいは第三者割当等とを合計すると株券等所有割合が３分の１を超えるような場合に、公開買付規制の対象となることが明確なものとなるよう、所要の手当てを講じることが適当である。

なお、いわゆる3分の1ルール適用が事業再編行為の円滑性の確保等の観点から、不合理な結果を招くような場合には、適用除外の範囲を見直すこと等により適切な対応が図られるべきである。この関連で、50名以上の従業員にストック・オプションを付与するために有価証券届出書を提出した非上場の開示会社が発行する株券等の買付け等については、いわゆる3分の1ルールの対象外とすることを検討すべきである。

（3）第三者割当と公開買付制度

公開買付制度は株券等の流通市場における規制として、既発行の株券等の大量の買付け等についてルールを定めている。一方、株式等の第三者割当についても、その割当数や割当の態様によっては、会社支配権の帰趨に影響がある場合があり、いわゆる3分の1ルールの対象とする必要はないかとの議論がある。

この点、株式等の第三者割当については、会社法上、有利発行や著しく不公正な方法による新株発行等の場合に、差止請求といった救済制度が設けられており、基本的には会社法上の問題として解決が図られていくものと考えられる。

株式等の第三者割当をめぐる今後の動向等については引き続き注視していく必要があるが、現状において、株式等の第三者割当についていわゆる3分の1ルールの対象とすることは必要ないものと考えられる。

（4）種類株式の取扱い

種類株式については、累次にわたる商法改正で多様化してきており、平成18年施行予定の会社法により、その設計が更に柔軟化されることとなる。議決権株式に転換可能な無議決権株式や転換後の議決権数が増減する議決権付株式の取扱いについては、本年12月1日施行の内閣府令において、一定の手当てを行ったところであるが、このような動向等を踏まえ、種類株式等に係る公開買付制度の適用については、更なる規定の整備を図っていくことが適当である。

3. 公開買付規制における透明性の確保と公開買付期間等のあり方

公開買付けを公正に進めていくためには、株主・投資者が的確な投資判

断を行っていくことができるよう、情報提供の充実を図り、手続の透明性を確保していくことが必要不可欠となる。

このため、公開買付けの手続において、以下の方策を講じることにより、公開買付者や対象会社に一層の情報の提供を求めていくことが適当である。また、情報提供の充実を図り、株主・投資者にこれに基づく十分な熟慮期間を与えるとの観点から、流通市場等に与える影響には十分留意しつつ、公開買付期間についても、一定の範囲内で伸長を図っていくことが適当である。

（１）公開買付者による情報の開示

公開買付けの手続における公開買付者からの情報の開示は、株主・投資者が的確な投資判断を行う上で重要な役割を果たしている。公開買付者にとって過度なコスト負担とならないよう留意しつつ、公開買付届出書等における公開買付者による情報開示について更なる充実を図っていくことが適当である。

具体的には、例えば公開買付価格の決定プロセスや、買付け後における対象会社の経営への関与の具体的内容等につき、より充実した開示を求めることが考えられる。

また、MBO（経営陣による株式買取り）や親会社による子会社株式の買取りについては、経営陣等が買付者となり、株主との関係において経営陣等の利益相反が問題となることがあり得ることから、例えば公開買付価格の妥当性や利益相反を回避するためにとられている方策等について、よりきめ細かな開示が求められる。さらに、非公開化取引については、手残り株を抱えた零細な株主に対して株主保護上の問題が生じ得ることから、例えば上場廃止とする意思の有無等について詳細な開示を求めることが適当である。

（２）対象会社による情報の開示

公開買付けについて、その対象会社がいかなる意見を有しているかも、株主・投資者が的確な投資判断を行う上で重要な情報である。とりわけ、敵対的公開買付けの場面においては、公開買付者と対象会社との間で主張と反論が株主・投資者に見える形で展開されることにより、株主・投資者の投資判断の的確性をより高めることができるものと考えられる。

現行制度上、対象会社による意見表明は任意とされているが、これらの点を踏まえて、対象会社による意見の表明は義務化していくことが適当である。

その際、公開買付けへの賛否のみならず、例えば①その意見の理由、②いわゆる買収防衛策発動予定の有無、③賛成・反対等の結論に至ったプロセス等についても併せて開示させていくことが適当である。

なお、意見表明に当たっては、状況に応じて、その理由を示した上で、意見表明自体を留保する、といった形での対応も容認されていくべきである。

（３）公開買付者に対する対象会社からの質問の機会の付与

公開買付けの対象会社から公開買付者に対して質問する機会が付与されることは、公開買付者と対象会社の意見の対立点等がより鮮明になり、株主・投資者が投資判断を行う上で一層の便宜となることが考えられる。

一方で、上場企業等の支配権を巡るやりとりである以上、公開買付者も対象会社も株主・投資者に対して説得的な情報を提供するインセンティブはすでに内在しており、現状でも公開買付者に対する対象会社からの質問は実務上広く行われている。対象会社からの質問について、法令上あまりにも詳細な制度とすることは、かえってその範囲内で公開買付者が回答すれば情報開示は十分との当事者の認識や場合によっては裁判所の判断等につながりかねず、結果として、情報の提供が行われにくくなることも考えられる。

これらの点を踏まえ、質問機会の付与に係る法令上の手当てとしては、対象会社による意見表明に際して、公開買付者に対する質問がある場合に、当該意見表明報告書の中で、その点についての言及も行わせるといった最低限の枠組みを示すにとどめ、その余については、基本的に市場における当事者間の自主的な取組みに委ねていくことが適当である。

なお、意見表明報告書における質問に対して、公開買付者が行う回答については、公開買付者の回答の有無をも含めて、株主・投資者等による評価の対象となることを踏まえ、理由を付せば回答しないことも選択できることとすべきである。

（４）公開買付期間

公開買付期間は、現行制度上、20日から60日の間で公開買付者の選択により決定されることとされているが、合併・買収をめぐる昨今の動きや今後の多様化の可能性等にかんがみ、株主・投資者への十分な情報提供、株主・投資者による十分な熟慮期間の確保等の観点から、その内容について見直しを行うことが適当である。

その際、公開買付期間が徒らに長期化することは流通市場への影響等の

観点から望ましくないことにも留意する必要がある。

まず、現行制度上、実日数ベースで上限・下限が設定されている公開買付期間については、連休等が重なる時期の公開買付けにおいて、対象会社の経営陣が対抗提案等を行う時間的余裕が乏しくなり、株主・投資者への十分な情報提供や株主・投資者による十分な熟慮期間の確保等が阻害されるおそれがあることから、営業日ベースと改めることが適当である。

また、現行制度上、公開買付期間は全て公開買付者が選択することとされている。このため、公開買付者により公開買付期間が短く設定されたときには、とりわけ対象会社の経営陣が公開買付けに反対の場合等において、その経営陣が対抗提案等を株主・投資者に適切に提示し、これに基づいて株主・投資者が適切に熟慮、判断するための時間が十分に確保できない可能性があるとの指摘がある。

この点に関しては、ライツプランなどのいわゆる買収防衛策を事前に講じておけば、そのような期間は自ずと確保されるのではないかと、との指摘がある。一方、ライツプランなどのいわゆる買収防衛策については、導入に様々なコストがかかる、仮にライツプランが実際に発動されれば株主を希釈化のリスクにさらすことになる等の問題点も指摘される。

これらの点を踏まえると、例えば、公開買付期間が買付者によって 30 営業日未満に設定された場合であって、対象会社が公開買付けに反対等の意見表明を行うようなときには、株主・投資者に対する対抗提案等の提示に一定の時間を要することから株主・投資者による十分な熟慮期間の確保等が阻害されるなどの合理的な理由を示した上で、変更後の公開買付期間が 30 営業日を超えない範囲内で、対象会社による公開買付期間の伸長を認めることが考えられる。

なお、今後公開買付けと委任状争奪戦を同時進行的に行うような局面も出てくることを想定すると、公開買付期間の上限（60日）についても大幅な引上げが必要ではないかとの指摘があった。この点については、株主・投資者を長期間不安定な地位に置くべきではないとの指摘があり、また、いわゆる買収防衛策を講じている企業を対象とした公開買付けについては、撤回要件等に後述のとおり一定の柔軟化を図っていくことが考えられることから、これらの状況を引き続き注視し、当面は、現行の制度を維持していくことが適当であると考えられる。

4. いわゆる買収防衛策と公開買付規制のあり方

近時、いわゆる敵対的な公開買付けの事例の増加等に伴い、これに対抗するためいわゆる買収防衛策を導入する事例が増えつつある。

これに対して、現行制度上、公開買付けの撤回や条件の変更については、要件が厳格に定められている。いわゆる買収防衛策が導入されている対象会社に対して公開買付けを行うようなケースを念頭に置くと、撤回や条件変更に係る現行の要件の下では、公開買付者に不測の損害が発生する場合も想定され、公開買付者と対象会社との公平なバランスが害されかねない。恣意的な撤回や条件変更により株主・投資者が不安定な地位に置かれることのないよう留意しつつ、撤回や条件変更の柔軟化を図っていくことが適当である。

(1) 公開買付けの撤回

現行制度上、公開買付けの撤回は、対象会社の破産や合併等限定された場合にのみ認められている。

近時、いわゆる買収防衛策を導入する企業が増えつつあり、これらに関して公開買付けの撤回が一切認められないとすれば、公開買付者に不測の損害等を与える可能性があることから、現行認められている事由に加えて、一定の場合には撤回を認めることが適当である。

具体的には、例えば①株式分割、株式の無償割当が決定された場合、②新株・新株予約権の発行が決定された場合、③重要な資産の売却がなされた場合等において公開買付けの目的の達成に重大な支障となるようなときは、公開買付者に不測の損害が生じ得ることから公開買付けの撤回を認めることが考えられる。

また、例えば子会社が上記①～③のような取引を行った場合において、公開買付けの目的の達成に重大な支障となるようなときは公開買付けの撤回を認めることが適当である。

これらの場合に加えて、すでに導入されているいわゆる買収防衛策が解除されないことが確実な場合についても、公開買付けの目的の達成に重大な支障となるようなときは、公開買付けの撤回を認めることが考えられる。

なお、公開買付者のコントロールが及ばず、公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情を生ぜしめ、かつ、その成否を客観的に判定できるような事項について、広範に撤回事由として認めてよいのではないかとの

指摘があった。いわゆる買収防衛策を離れた撤回事由のあり方については、広範に撤回を認めることで株主・投資者を不安定な地位に置くこととならないか、一般的に類型化する形で具体的な制度として運用が可能かなどの課題があるところであり、引き続き検討を行っていくことが適当である。

（２）買付条件の変更

現行制度上、公開買付けの条件について、買付価格の引下げ等、応募株主に不利となる方向での変更は禁止されている。しかしながら、例えば対象会社による株式分割、株式の無償割当等により株価が希釈化された場合に、公開買付価格の引下げが認められないとすれば、公開買付者に不測の損害を与える可能性があることから、当該希積分に対応した公開買付価格の引下げを認めることが適当である。

５．公開買付けにおける投資者間の公平性確保、株主の保護

我が国の現行制度上、公開買付者は、応募株券等の数の合計が買付予定数を超えるときは、あん分比例の方法によりその超える部分の全部又は一部の買付けをしないことが認められている。一方、英国などにおいては、株主平等の観点等から、応募のあった株券等について、その全部を買い付けることを公開買付者に義務付けており（全部買付義務）、我が国においても同様の観点から、全部買付義務を導入すべきであるとの議論がある。

これに関し、全部買付義務を公開買付者に一律に課すことについては、買付けコストを増加させるとともに、買付けコストに係る公開買付者の予測を困難とする面があり、企業の事業再編行為等の円滑性の観点から、慎重に対応することが適当である。

一方で、上場廃止等に至るような公開買付けの局面においては、手残り株をかかえることとなる零細な株主が著しく不安定な地位に置かれる場合が想定される。このため、例えば公開買付け後における株券等所有割合が3分の2を超えるような場合については、会社法上、特別決議に対する買付者以外の株主からの拒否権が基本的になくなるなどの状態ともなることから、公開買付者に全部買付義務を課すことが適当である。

６．公開買付制度をめぐるその他の論点

（１）買付者間の公平性の確保

近時、ある者が公開買付けを実施している期間中に、他の者が公開買付けによらずに取引所市場内で当該株券等を大量に買い進める事例が出現している。このように会社支配権に影響のある株式の買付けが競合するような場合には、買付者間のイコールフットイングを図るとともに、いずれの者によって会社を支配させる方が相当かを投資者が十分な情報の下で判断できるよう、当該他の者についても公開買付けを義務付けるべきであるとの指摘がある。

これに対しては、①このような規制を導入すると、流通市場に売却される株式が限られたものとなり、流通市場が成立しなくなるのではないかと、②公開買付期間中の競合者の出現に対しては、本来は公開買付価格の引上げ等によって対処していくべきであり、過剰規制とならないか、等の指摘があり、公開買付けを広く義務付けることには慎重であるべきであると考えられる。したがって、公開買付けを義務付けるとしても、例えば、ある者が公開買付けを実施している期間中に、株券等所有割合が既に３分の１超となっている別の者が更なる買付けを行う場合など、相当に厳格な要件の下に、公開買付けの義務付けを検討することが適当である。

（２）証券取引の国際化と公開買付規制

証券取引が国際化している今日、我が国の証券取引所に加え外国の証券取引所にも上場されている株券等や、預託証券化されるなどして外国においても取引されている株券等が存在する。公開買付けの対象となっている株式の国外における買付けと、別途買付けの禁止との関係について明確化を図るなど、国際化に対応した制度面の整備を図っていくことが適当である。

（３）将来発行される株式の取扱い

株式分割により将来発行される新株や発行決議に基づき将来発行される新株、新株予約権等については、仮に、公開買付規制の対象とせず、自由に取引できることとすると、公開買付けによらずに大株主となる者が生じ得るなど、株主保護の観点から問題が生じるものと考えられる。このような観点から、これらの将来発行される新株等については、公開買付規制の対象となる株券等に該当するものとして制度の整備を図っていくことが適当である。

7. 大量保有報告制度のあり方

大量保有報告制度は、経営に対する影響力等の観点から重要な投資情報である上場株券等の大量保有にかかる情報を、投資者に対して迅速に提供することにより、市場の公正性、透明性を高め、投資者の保護を図ることを目的として導入された制度である。

近時、短期間に大量の上場株券等を保有するに至る事例が増えつつあり、大量保有報告制度の迅速性・機動性に対して疑問の声が投げかけられている。また、いわゆる買収防衛策との関連等において、大量保有報告書による株式保有割合に係る開示を迅速・正確に行うことへの要請が高まっている。

これらの動向を踏まえ、開示に伴う事務負担の増加や追従リスクの増大等、証券市場に与える影響などには十分配慮しつつ、証券取引の透明性、公正性の向上の観点から、大量保有報告制度のあり方について所要の見直しを行っていくことが適当である。

(1) 提出期限及び開示内容

大量保有報告書の提出については、できる限り迅速に行われることが求められるが、海外にある共同保有者の保有分を合算するための事務負担等を考えると、現行の5営業日という提出期限について、短縮することは困難であり、基本的には現行制度を維持することが適当である。

一方、大量保有報告書における開示内容については、迅速性の要請とトレードオフの関係にあることに留意しつつ、例えば①保有目的について、個々の実態に則して、より詳細な記載を求める、②保有株式に株券貸借の対象となっているものが含まれるならば、その状況も明確に開示する、等の充実を図っていくことが適当である。

(2) 特例報告制度

特例報告制度は、日常の営業活動等において、反復継続的に株券等の売買を行っている機関投資家について、事務負担が過大とならないよう設けられた制度であるが、近時、一般投資者との公平性の確保、あるいは制度趣旨を歪めるような形での特例報告の利用を防止する等の観点から、特例報告のあり方について見直しを求める声がある。

この点については、投資者に対して一層の透明性が確保されるよう、特例報告に係る報告期限・頻度について、大幅な短縮等を図っていくとともに、保有割合が5%を上回る又は下回ることとなった場合には、速やかにその旨を報告することを義務付けるべきであるとの指摘があった。

他方、これに対しては、我が国の特例制度は、現状でも諸外国と比較して厳格なものとなっているのではないかと、運用行動が過度にオープンとなることで投機筋に追随されるリスクをもたらし、結果として機関投資家を通じて投資している一般投資家にも不利益となり、機関投資家等に日本マーケットを回避させることになるのではないかと、機関投資家にかかるコストや事務負担を増大させることになるのではないかと、共同保有者についても、親会社等から独立して業務を行っている機関投資家が対象に含まれており、諸外国と比較して厳格なものとなっているのではないかと、等の指摘があった。

これらの点を踏まえ、特例報告に係る報告期限・頻度等については、投資者に対して一層の透明性が確保されるよう、例えば2週間ごとの基準日における保有状況を5営業日以内に報告するなど可能な限りの短縮等を図っていくことが適当である。なお、この点については、特例報告に係る報告期限・頻度等の短縮等は基本的に行うべきでないとの指摘もあった。

また、報告期限・頻度等の短縮等に当たっては、併せて以下の見直しの検討を進めることが適当である。

- ①制度趣旨を歪めるような形での特例報告の利用を防止する等の観点から、現在、機関投資家に一般報告が義務付けられる要件として、「会社の事業活動を支配することを目的とする場合」が規定されているが、事業活動に重大な変更を加え、あるいは重大な影響を及ぼすことを目的とするような場合に、機関投資家であっても的確に一般報告が提出されるよう、規定の整備等の余地がないか、更なる検討が進められるべきである。
- ②また、報告期限・頻度の短縮等に伴い、大量保有報告書の提出義務の有無の判断に当たって、共同保有者間の重複計上をネットアウトして保有割合を算出することを認めるなど、透明性を損なう、あるいは新たな抜け穴となることなく合理化が可能なものについては、できる限りの合理化を図っていくことが適当である。

なお、現状、保有割合が10%を上回る取引を行った際には、特例対象者であっても一般の報告が求められているが、10%超保有の状態から保有

割合が10%を下回る取引を行った際には、一般の報告が求められていない。取引状況の明確な開示を求める観点から、このような場合について、一般の報告が行われるよう所要の見直しが必要である。

（３）ＥＤＩＮＥＴによる大量保有報告書の提出

証券取引法上の開示書類については、原則としてＥＤＩＮＥＴ（電子開示システム）による提出が義務付けられている。大量保有報告書については、提出義務者が個人の場合もあり得るとの理由で、これまで、ＥＤＩＮＥＴによる提出の義務付けは行われてこなかった。

しかしながら、大量保有報告書の提出者は、上場株券等について少なくとも発行済株式総数の５％以上を保有する者であり、証券市場の効率性向上等の観点から、原則としてＥＤＩＮＥＴによる大量保有報告書の提出を義務付けることが適当である。

なお、ＥＤＩＮＥＴについては、ユーザーの利用環境の変化等に適切に対応して、利便性の更なる向上が図られていくことが期待される。

（４）大量保有報告に係る執行の強化

大量保有報告書については、その不提出、虚偽記載事案の捕捉等、執行の強化も重要な課題となる。このため、行政当局、自主規制機関、証券会社等の連携を一層緊密にするなどの取組みを強化することが求められる。

（５）対象有価証券

投資法人の発行する上場投資証券（例えばＲＥＩＴ（不動産投資信託証券）等）については、議決権を有する証券であり、投資法人の支配権の獲得につながる有価証券であることから、新たに大量保有報告制度の対象とすることが適当である。

８．その他

いわゆる買収防衛策は、当該企業の財務状況や資本関係等に影響を及ぼすものであり、現在、会社法上の事業報告や証券取引所の適時開示システムにおける開示のあり方につき、関係機関における検討が進められている。

有価証券報告書については、開示企業の発行する有価証券に関し、投資判断上、必要となる情報を、一定の基準に従って投資者に対し提供させる

ことを義務付けているものである。このような制度趣旨を踏まえ、他の開示項目との整合性を保ちながら、いわゆる買収防衛策に関連して、有価証券報告書においてどのような形で開示を求めていくことが適当かについて検討を進め、所要の手当てを行っていくべきである。

また、いわゆる三角合併に際して、消滅会社が有価証券報告書の提出会社であって、存続会社や交付される株式の発行者が非提出会社であるというケース等を念頭に、存続会社や交付される株式の発行者に対する開示ルールについても検討を行っていくべきである。

第百六十四回 参議院財政金融委員会會議録第十八号

平成十八年六月一日(木曜日)
午前九時三十一分開会

委員の異動

五月三十一日

補欠選任

平野 達男君
前川 清成君
山本 孝史君
尾立 源幸君
藤末 健三君

出席者は左のとおり。

委員長 池口 修次君
理事 岩井 國臣君
田村耕太郎君
中川 雅治君
櫻井 充君
峰崎 直樹君

委員

田浦 直君
田中 直紀君
鶴保 庸介君
野上浩太郎君
溝手 顕正君
尾立 源幸君
大久保 勉君
大塚 耕平君
主演 了君
富岡由紀夫君
広田 一君
藤末 健三君
荒木 清寛君
山口那津男君
大門美紀史君

国務大臣

国務大臣
(内閣府特命担当大臣(金融))
与謝野 馨君

副大臣

内閣府副大臣
法務 副大臣 櫻田 義孝君
経済産業副大臣 河野 太郎君
松 あきら君

大臣政務官
内閣府大臣政務官 後藤田正純君
農林水産大臣政務官 小斉平敏文君

事務局側

常任委員会専門員
内閣府大臣官房審議官
兼産業再生機構担当室長 藤澤 進君

政府参考人

内閣府大臣官房審議官
兼産業再生機構担当室長 広瀬 哲樹君
防衛庁防衛局長 大古 和雄君
防衛施設庁施設部長 渡部 厚君
金融庁総務企画局長 三國谷勝範君
金融庁総務企画局長 中江 公人君
金融庁検査局長 西原 政雄君
金融庁監督局長 佐藤 隆文君
法務大臣官房審議官 深山 卓也君
法務大臣官房司法法制部長 倉吉 敬君
農林水産大臣官房審議官 佐久間 隆君
経済産業大臣官房商務流通審議官 迎 陽一君

参考人

中小企業庁経営支援部長 古賀 茂明君
環境省水・大気環境局長 竹本 和彦君
慶應義塾大学経済学部教授 池尾 和人君
日本証券業協会会長 越田 弘志君
日本公認会計士協会会長 藤沼 重起君
株式会社東京証券取引所代表取締役専務 飛山 康雄君
日本証券業協会副会長 増井喜一郎君

本日の会議に付した案件

○証券取引法等の一部を改正する法律案(内閣提出、衆議院送付)
○証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律案(内閣提出、衆議院送付)

○金融商品取引監視委員会設置法案(櫻井充君外五名発議)
○政府参考人の出席要求に関する件

○政府参考人の出席要求に関する件

○委員長(池口修次君) ただいまから財政金融委員会を開会いたします。

委員の異動について御報告いたします。
昨日、平野達男君、前川清成君及び山本孝史君が委員を辞任され、その補欠として尾立源幸君、主演了君及び藤末健三君が選任されました。

○委員長(池口修次君) 証券取引法等の一部を改正する法律案、証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律案

及び金融商品取引監視委員会設置法案、以上三案を一括して議題といたします。
本日は、三案の審査のため、参考人として慶應義塾大学経済学部教授池尾和人君、日本証券業協会会長越田弘志君及び日本公認会計士協会会長藤沼重起君、以上三名の方々の御出席をいただいております。

この際、参考人の方々にごあいさつを申し上げます。
本日は御多忙のところ本委員会に御出席をいただき、誠にありがとうございます。
参考人の方々から忌憚のない御意見を承りまして、今後の審査の参考にいたしたいと存じますので、よろしく願います。

本日の議事の進め方でございますが、まず池尾参考人、越田参考人、藤沼参考人の順序で約一十五分程度でそれぞれの御意見をお述べいただきます。その後、各委員の質疑にお答え願いたいと存じます。

また、御発言の際は、その都度、委員長の許可を得ることとなっておりますので、御承知お願いたいと存じます。
なお、参考人及び質疑者ともに御発言は着席のまままで結構でございます。

それでは、まず池尾参考人からお願い申し上げます。池尾参考人。

○参考人(池尾和人君) 慶應義塾大学の池尾と申します。
本日は、こうした場で意見を述べる機会を与えていただきまして、有り難く光栄に存ずるとともに、感謝いたしたいというふうに思っております。

それで、私は経済学者で法律学者ではありませんので、御審議中の法律の詳細について言及するといふよりは、こうした法律を通じたルール整備

べると、目的は委託者の保護に資するということ
 になつてゐるので、恐らくいろんな意味で違ふこ
 とになつてゐるんだろうとは思ひます。ただし、
 問題は、この法律ができ上がったのは昭和二十五
 年八月五日の第三次吉田内閣の時代でございまし
 て、その時代とは相当大きく異なつてゐるんだら
 うなど、そう思ひます。

そして、今回、金融庁が相当頑張つて、要する
 に金融商品のところとそれから商品先物のところ
 で、投資家と、まあ与謝野大臣はこの間、投機
 じやないかというお話もありましたが、いずれに
 しても、そういう形で投資されている方々のその
 権利が保護されるような形にしなければいけない
 ということ、ほとんどすべてのところが横並び
 になりました。ところが、たった一点だけ違つて
 いるのが、何回もここで議論されてはいますが、不
 招請勧誘の部分でございす。

そこで、この間は松副大臣から踏み込んだ御答
 弁をいただきましたが、小斉平政務官、是非踏み
 込んだ御発言をいただきたいと思ひます。
 ○大臣政務官(小斉平敏文君) 踏み込んだお答え
 になるかどうか分かりませんが、

商品取引所法では、商品先物取引における店頭
 取引、これにおきましてはそもそも個人向けの取
 引そのものを禁止をいたしておるところでありま
 すし、また、取引所取引におきましては、平成十
 六年の法の改正、これによりましていわゆる再勧
 誘の禁止等々を措置いたしておるところでござい
 まして、利用者保護の観点から規制の強化を図る
 と、そして、この法の適切な運用によつて委託者
 保護の徹底を図つてまいりたいと、このように
 思つておりますけれども、お尋ねでありますか
 ら、そういう対応で万が一まだ問題、あるいは苦
 情、相談等々が出てきたらどうするのかというこ
 とであろうと、このように思ひます。

これから先はもう全く個人的な見解ということ
 でお聞きを賜りたいと思ひます。
 実は私も先日、自宅に九一日おりましたけれど

も、午前中だけで十二本電話が掛かつてしまし
 た。そのうちの十本が不動産等々を含めてこの勧
 誘、これは正に迷惑勧誘なんですよ。非常にその
 ときに憤慨をいたしました。そういうことから、
 将来において、商品先物取引だけではなくて、証
 券や金融等々を含めて、あらゆる分野においてい
 わゆる不招請勧誘、これの禁止の動きが出てしま
 り、あるいは商品先物取引における不招請勧誘、
 この苦情等々が、こういうことを、我々が今推
 し進めようとしておることを講じたにもかかわらず
 減らないということであれば、これは当然、不
 招請勧誘の禁止、これを検討すべきであると、私
 は思つております。

○櫻井充君 ありがとうございます。

農水省、あれ、昨日どちらだったか忘れしまし
 たが、役所の方は件数が減つたからという話をされ
 ています、実際はまだ四千件あつて、口座が十
 二万件ですから、単純に言うに開設者のうちの三
 十人に一人が苦情を訴えているんですよ。三十人
 に一人というのはこれは物すごい数ですよ。三十
 人のことをもう一度踏まえて是非考えていただき
 たいことと、それから、この法律そのものの自体が委
 託者という言葉が使われています。ですから、本
 当にその業務として必要な人かどうか分かりま
 せんが、関係のないお年寄り、この方々は別に小豆
 買おうが何しようが関係ないわけですよ。こうい
 う方々はせめて早期にその不招請勧誘をやめさせ
 ないと物すごい被害になりますから、是非、政治
 家として、国民の代表として、省庁をきんちんし
 た形で、まあコントロールという言葉が悪いが
 もしれませんが、やつていただければ有り難いな
 と、そう思ひます。今日は本当にありがとうございます。

その上でもう一点ですが、今回勉強していて驚
 いたことは、この証券取引法でせつかく投資家保
 護というその道具が中に入ったんですが、弁護
 士さん方が、司法試験の中にいれようとしてこ
 んで、それから、十分理解されない方がいらつし

るんじゃないかと、そういう御指摘がございまし
 ました。そして、衆議院の参考人質疑のところでも
 ロースクールで教えている割合が極めて低いと。
 ロースクールで教えている割合が低いのはなぜか
 ということ、司法試験に入っていないからなんです
 よ。これ司法試験に入つて、ロースクールで教
 育の少ないから司法試験の中に入れないんだと
 法務省おっしゃっていますが、それは逆ですよ。
 司法試験の中に選択制として、金融の弁護士さん
 のスペシャリストをやつぱりこれから育ててい
 かなきゃいけないと思ひますので、そういう制度設
 計をされるべきではないのかなと、そう思ひま
 す。

我々、済みません、またすぐ医療の話に戻して
 恐縮ですが、僕らはメジャーと言われる内科、外
 科、産婦人科、小児科以外のマイナーなものも全
 部試験があつて、その上で、あとは自分たちが専
 門という形で選択していくことになりました。それ
 は、後、医局に入つて勉強していつてやつていく
 ということになりましたが、いずれにしても、選択
 制なりなんなりにして、そういう大きなものでない
 ものに關してもきちんとした形で勉強、試験の
 中に組み入れて、もう少しスペシャリストを育て
 ていく必要があるんじゃないかと思ひますが、
 いかがでございましょう。

○副大臣(河野太郎君) 司法試験の選択科目を決
 めます司法試験委員会では、ロースクールで教
 えているどの科目が何校で教えられているかという
 調査をいたしました。そのときの調査でも、証券
 取引法を教えている学校は六十八校中半分、三十
 四校にすぎないということもあつて、選択科目の
 中に入っていないんだらうというふうと思つてお
 ります。

しかし、この新しい司法試験は三回ほどやつて
 から選択科目の見直しをするということになつて
 おりますので、そのときに必要性があるならば選
 択科目の中に取り入れるということもあり得る
 と思ひます。

○櫻井充君 いや、これ逆ですね、逆ですよ。
 司法試験の中に、司法試験の選択科目の中に入れ
 ば教えるようになるわけですよ。なぜならば、合
 格率を上げないといけないんですから、学校その
 もの自体がですね、予備校は。ですから、是非、
 今の社会のありようを考えていけば、司法試験の
 中にこういった選択科目、金融なら金融という分
 野の中に入れていかないと、私は変わつていか
 ないんじゃないかと、そう思ひますけれども、総裁
 候補でないか、どう思ひますか。

○副大臣(河野太郎君) 今年から始まる新しい試
 験ですので、当初の予定どおり三回程度行つてか
 ら見直しをすることになるということに、特に変
 更はございせん。

○櫻井充君 議論をしたいところですが、ちよつ
 と本当に今日は時間がなくて、ちよつと残念なお
 答えだなと、私はそう思ひます。

その上で、私は全くの素人ですがよく分からないの
 で、実例を挙げて今回のこの法律が投資家を保護
 されるのかどうかということについてちよつと質
 問させていただきたいと思ひます。

個別具体的名前が挙がりますが、これはあと一
 般論としてお答えいただければ、それはそれで
 結構でございす。

カネボウが産業再生機構入りをいたしました。
 その後、譲渡を経ていつて、最終的には、最終的
 にはT.O.B.などを掛けられて、株式譲渡がされて
 いくという過程が随分ございしました。その中
 で、例えば、例えばその産業再生機構が株式を譲
 渡を受ける、譲渡される、株式を獲得する、若し
 くはその産業再生機構が持っているような株式を
 はかのファンドに株式譲渡していくとか、これは
 かなり大量のものを譲渡していくわけであつて、
 こういう、普通一般的に考えれば、株式譲渡する
 場合にはT.O.B.を掛けるというのがルールになつ
 ているのではないかなと思ひますけど、そう
 いった考え方が立っていないのかどうか。それか
 ら、特例措置がもし設けられていたとすれば、な

ぜそのような特例措置が設けられているのか、御
答弁いただきたいと思ひます。

○政府参考人(三國谷勝範君) 公開買い付け制度
一般につきまして御説明申し上げたいと思ひま
す。

なお、個別のことにつきましてはコメントをす
ることは差し控えていただきたいと思います
が、まず、一般原則といたしまして、会社支配権
の帰属に影響を及ぼし得るほどの大量の株券取得
につきましては投資者にとりまして重要な関心
事であり、投資家への情報開示や他の株主の売却
機会の確保が必要であるとの考え方から、買い付
け後の株券等所有割合が三分の一を超える市場外
の買い付けにつきましては、公開買い付け手続に
よらなければならぬこととされております。こ
れはいわゆる三分の一ルールと言われているもの
でございます。

なお、一方、どのような特例があるかというこ
との一つでございますが、株券等所有割合が三分
の一を超える買い付けであっても、株券等の所有
者の数が二十五名未満の場合であつて公開買い付
けによらないことにつき総株主の同意があるとき
は、他の株主の売却機会を確保する必要がないこ
とから、公開買い付け手続は強制されないことと
なっております。

この中で、種類株式の問題がございますけれど
も、種類株式につきましては、議決権や配当等の
内容が種類ごとにまちまちでございます。経済
的価値が異なってくることから、この公開買い付
け手続についても種類ごとに行われているわけで
ございます。

したがいまして、種類株式に対します買い付け
につきましては、当該種類株式に係る他の株主に
売却機会を確保するとの観点から、上記に言う総
株主の同意、これは当該種類株式に係る総株主の
同意と解されていると、こういった制度になって
おります。

○櫻井充君 その種類株式のことによって、他の

株式を持つている人たちのその権利とかその
利益が奪われるような場合というのではないん
でしようか。

○政府参考人(三國谷勝範君) これは公開買い付
けの手続として総株主の同意という、そういった
場合につきましては御説明させていただいたわけ
でございますが、一方、株式の大量移動というこ
とになります。それ以外に、例えば有価証券報告
書提出会社でございますと主要株主の異動、こう
いったことになれば臨時報告書、こういった形で
の開示制度があるわけでございます。

こういった手段によりまして、投資者への情報
提供の機会を確保しているところでございませ
う。○櫻井充君 済みません、ちよつと分らない
ところがあつたんで一回伺ひたいんです
が、要するに、私がお伺ひしたいのは、情報を公
開するとかしないとかいうことではなくて、その
ほかの株主に対しての権利が保護されるのかど
うか、権利じやなくても結構、その株主が保護さ
れるのかどうかということ。つまりは、普通株
式を持つている人たちがいます。それからC種の
株式を持つている方がいらつしやいます。その
C種はC種でやられることは、それは構いません
が、構いませんが、しかし、そこで経営権が移る
ことによって、今度は経営権が移っていくこと
によって、普通株主の方々の権利はどうなってい
くのかということなんだろうと思ひますね。

ですから、こゝを持つている人たちは、この部分
が大量に売られて、大量だから、この人たちが
、その何とないうでしやうか、経営権を握るよ
うな形になつていくとすると、その中に参加
されなかった、情報も事前に開示されなかった、
そういう人たちにとつてはこれ不利益を被ること
になるんじゃないですか。違いますか。

○政府参考人(三國谷勝範君) 公開買い付けとい
うこと、この仕組みに関しましては、情報開示の
ほかにはやはり他の株主の売却機会の確保と、こ
ういうことが一つの大きな考え方でございます。

この中で、種類株式につきましては、それぞれ
種類株式ごとにその売却が行われるというござ
いまして、二十五名未満の総株主の同意があ
れば、そこにつきましては公開買い付け手続は適
用されないと、これが一つの仕組みでございま
す。

一方で、情報開示ということにつきましては、
それぞれ切り口が異なりますけれども、例えば臨
時報告書におけます主要株主の異動あるいは大
量保有報告書、こういった形でそれぞれの観点から
の情報開示の仕組みがあるところでございませ
う。○櫻井充君 そういうやり方でその少数株
主が保護されるんですか。何回もお伺ひしま
すが、別な株式を持つている人たちがいて、例え
ばC種ならC種の株式そのものの自体のバイが絶対
に数が多くて、普通株式なら普通株式を持つてい
る人たちが少なくなつたしやうな。そうする
と、経営権なりなんなりは、コーポレートガバ
ナンスが効けばです、そうするとそのC種株式が
大量に保有した人たちの意見によつてその経営が
行われていくような形、まあ取締役とかそういう
人たちが決められていくんでしやう。

そういうことが行われていくということは、実
はそのほかの一般の株主に対しては、一般の株主
の方が実は数が多いんです。これは、今回のカネ
ボウの例はですね。一般の人たちは山のよう
にるわけですよ。ただし、後でそのC種の株式を大
量に発行して、それを、ちよつと詳しい経過忘れ
ましていくと、そのときに、大量に持っていたの
がたしか産業再生機構とかカネボウだったかトリ
ニティだったか忘れましたが、たつた二つしか
ないんですよ。たつた二つしかないとこから二十
五人以下でやつていいと。一般の株主は山のよう
にいるわけですよ。何万人だったか何千人だった
か忘れただけ。だけれど、そういうことで大量に
持っている人が二十五人以下だからそれでやつ
ていいということになったら、一般の投資家の人

たちは全く権利守られないんじゃないですか。
もうちよつと時間がないので、最後、この点に
ついて、与謝野大臣、どう思われますか。

○国務大臣(与謝野馨君) 今の話はTOBのル
ールを言っているんで、株式が一人の方からこ
ちらの方に移動するということによって直ちに他
の種類の株を持つておられる株主の権利が侵害さ
れるということとは、理論的には実は考えられな
い。というところは、元々持つておられる方がお
られるわけですから、仮に侵害されたとしたら、
元々持っていること自体が権利を侵害しているこ
とになるんだらうと、理屈の上では。しかし、T
OBのルールをこゝでは議論をしているんだらう
と私は思つております。

○櫻井充君 TOBのルールを確かに議論してお
ります。そのTOBのルールを議論している中
で、今のように二十五人以下であれば、しかも二
十五人以下でその人たちが大量に持つていれ
ば、あとは少ない株式を持つている人たちが山の
にいたとしても、この人数からいけば圧倒的に多
いけれど、あとは大量に持つている人たちがだけ
が優遇されればいようなシステムになつてきてい
ます。そのシステムそのものの自体で、本当にC
種以外のものを持つている人たちはそこに参加で
きないとして保護されるのかどうかということ
は問うていいだけですよ。

○国務大臣(与謝野馨君) 全株主に同意を取り付
けるわけでございますから、全部の株主は自分の
株を手放すという機会を当然持つてはつて、
そういう意味ではTOBのルールとしてはフェア
なやり方だと私は思つております。また、種類株
で連う株を持つておられる、先生が言われる多数
の株主というのは、元々それが、別の方が他の種
類の株をどういふに所有しているかというこ
とにはかかわりなく株主としての権利は存在して
いるんだと思つております。

○櫻井充君 ちよつとりたいことはあるんです

が、済みません、時間が来たので今日はこれで終わりにしますが、本日に松副大臣、それから小斉平政務官、前向きな御発言いただきまして、本日にありがとうございました。

○大門実紀史君 大門でございます。

私も、商品先物取引の不招請勧誘で質問をしようにと思いますが、座っておられますか、先日の松副大臣、経済産業省の松副大臣の答弁に続いて、今日は今、農水の小斉平政務官から踏み込んだ、つまり商品取引所法の改正を検討する方向での前向きな踏み込んだ答弁があったわけですから、農水省と経済産業省、役所の方から来ていただいたしております。もうそろそろ、ここまではっきりとした政治家、政治の方向として皆さんの政務官と副大臣が発言されているんですから、違う答弁をもうされるべきではないかと思いますが、農水と経済産業省、それぞれお願いいたします。

○政府参考人(迎蘭一君) お尋ねは、商品先物取引の不招請勧誘の禁止を導入すべきではないかという御趣旨の御質問と理解をいたしまして、これにつきましては、商品取引所法につきましては、平成十六年において大改正を行いまして、これによる大改革が進行中でございます。したがって、これは実際にいろいろな効果を及ぼしてあります、業界におきましても新たなビジネスモデルを模索するなど極めて大きな変化が見られておるところでございます。

一般消費者向けの不招請勧誘禁止の御提案は、こうした状況の下で、平成十六年改正における勧誘規制の強化に重ねて、更に追加の規制強化をすべきか否かの御議論であると承知しておりますが、今般の改正法案の中で導入すべきとは考えておりません。

この理由については、何度か申し上げていることかもしませんが、現在平成十六年の改正法案を著実に実施している最中であるというふうなことで、それから不招請勧誘禁止の導入はおよそ適合性原則が期待できない取引であるか否かという

うのがポイントになると思いますが、正に商品取引所法におきましては、その適合性原則というのを法定いたしました、顧客への説明義務違反に對しては民事救済の容易化を手当てしたところでございます。

また、今般の御審議いただいている法案で重ねて規制の強化が行われることになっておりますし、それからまた、金融庁の方で政令指定を予定されておられます店頭取引に関しては、店頭商品先物取引については既に個人向け取引そのものが禁止されているというふうなことでございます。したがって、私どもとしては、平成十六年改正商品取引所法によって、今後更に私どもとしても厳正にこれを執行していくということでも、トラブルの減少ということもまづもって図ってまいりたいというふうに思っております。その上で、更にどのような勧誘規制が必要なのか、あるいは必要なのか、これはそうした結果を踏まえてしっかりと見極めていくべき問題と考えております。

不招請勧誘の禁止につきましても、そうした作業の中の一つの案というふうなことで、今後考えていく問題であらうというふうに考えております。

○大門実紀史君 前段の方はもう何回も繰り返して聞いている話ですが、要するに、私申し上げたいのは、この参議院のここの議論をずうっと積み重ねてきて、副大臣あるいは政務官がそれを踏まえて政治家としての判断を先ほど申された。ですから、ちょっと答弁書を読まないと、この議論を聞いていて、そういうことも検討する、視野に入れるべきだというふうに、皆さんのあれでしょう、皆さん、政務官より偉いんですか、副大臣より偉いんですか。そういう政治家の国会の判断を聞いて、取引所法の改正も視野に入れていくと、検討するというふうなことを、ちょっと答弁書読まないで、このよく流れを見て、何回も来られたわけでしょう。何か言うことはないのかと

いうことを聞いているわけで、今はどれですか、佐久間さんですか、じゃ、経済産業省迎さん、答弁書読まないで、ずうっと議論聞いていて何か思いませんか。

○委員長(池口修次君) 迎審議官。

○大門実紀史君 済みません。いいですか。

失礼しました、名前間違えて。佐久間さん。

○政府参考人(佐久間隆雄君) 平成十六年に商品取引法を改正いたしまして、昨年施行をいたしましたところでございます。

○大門実紀史君 読まないでいいと言っているんだよ。

○政府参考人(佐久間隆雄君) ええ。その中で、今の施行を、新しい、認めていただいた様々な規制の強化というのに基づいて、今委託者保護の徹底のために検査体制の強化も含め取り組んでいるところでございます。

○大門実紀史君 これからどうするかということ。

○政府参考人(佐久間隆雄君) 施行一年を今そろそろ経たわけでございますけれども、その状況を、我々としても更にこの委託者保護の徹底をこの法律の厳正な施行によって図っていききたいというところが現状でございます。(発言する者あり)

○大門実紀史君 今、助け船出したけれども、問題がもう出ていますけれども、問題が出れば取引所法の改正、検討に入ると、このことぐらい、同じレベルのことぐらい言えないんですか。

○政府参考人(迎蘭一君) 先ほど私申し上げたように、厳正な執行によって、今のレベルが不十分だという御意見はあろうかと思えますけれども、過去よりも法改正によってトラブルの件数も減っているとお認しておりますし、業界も変わりつつあるというふうに思っております。私どもとしては引き続きこれによって問題を更になににつ

にしていこうという所存でございます。それにつきまして、その上でも、それは当然いろいろ、将来のことですから更にどのような規制が必要かと

いうふうなことは、それはその状況の推移を見て考えていくべき問題だというふうに考えております。

○大門実紀史君 もう後は本日に二階大臣にお聞きするしかない段階にきているというふうに思います。

私、ずっと聞いていて不思議なんですよね。この不招請勧誘禁止を政治家の方が非常に何となくなきやと思っておりますけれども、役所の方が物すごい抵抗している。これは何なんだろうと。皆さんの言う理由は、今日、尾立さんも触れられましたが、要するに営業の自由を抵触する。ですから、個人の救済を、個人の被害予防、防止よりも業界の利益といいますか、営業の自由の方を優先していると、そんなことばかりおっしゃっているわけですね。営業の自由のことをおっしゃっているわけでございます。官僚が何でも非常に自由、業界の利益を国会の場で繰り返して繰り返して代弁しているのかというところが、これも、業界の利益を皆さんが代弁しているというよりも、私はそれだけではなくて、皆さん自身の利益、皆さん自身の利益を守ろうとしているとしか思えないというふうに思います。

資料をお配りいたしました。藤末さんが取り上げられたその続編のようなものでございますけれども、今、理事会では商品先物取扱企業への天下り資料を要求しているところでございますが、私の方は取引所と業界団体の天下りを調べました。具体的には、農水省、経済産業省あるいは金融庁の審議会に意見を言ったり、審議会に参加しているのはこのメンバーでございます。具体的に政府に物を言っているのはこのメンバーでございます。す。

そういうふうに見ていただきたいと思えますけれども、例えば東京工業品取引所、これは金とかアルミとか原油とかガムとかの商品先物をやって

提出されたコメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方

法：証券取引法

令：証券取引法施行令

他社株府令：発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令

自社株府令：発行者による上場株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令

大量保有府令：株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令

開示府令：企業内容等の開示に関する内閣府令

No.	条文	コメントの概要	金融庁の考え方
1	令第6条第1項	令第6条第1項で定める「議決権のない株式その他内閣府令で定めるもの」は、公開買付規制の対象とならないと解釈できるが、これは、「議決権のない株式」及び「その他内閣府令で定めるもの」という意味でよいのかどうか。	令第6条第1項では「その他の内閣府令で定めるもの」と規定されており、「議決権のない株式」に係る株券は例示であって、これを含めて他社株府令第2条において列記されています。
2	令第6条第2項	売買予約等を公開買付けの対象とすることができ、株券等にかかる確定的な取得の申込を行うことは要しないという理解でよいのか。	公開買付手続においては、公開買付期間終了後、買付け等に係る受渡しその他の決済を行わなければならないこととされています。（法第27条の13第4項）
3	令第6条の2	公開買付けの適用除外になる対象に自己株式の処分を追加すべきである。	発行者が行う自己株式の処分に伴って株券等を取得する行為については、既発行の有価証券に係る取引であることから、公開買付規制の対象となっている「買付け等」の概念でとらえられています。

4	令第6条の2	株券等所有割合が50%超の株主がトストネット等により特定売買等を行う場合（但し、株券等所有割合が3分の2以上になる場合を除く）も公開買付けの適用除外にするべきである（特定買付け等については、令第6条の2第1項4号で適用除外とされている）。	<p>子会社株式の特定買付け等については、グループ全体の株券等所有割合に変動はなく、また、親会社の場合にはすでに当該会社の支配権が確立していることから、株券等所有割合が3分の2以上になる場合を除いて、公開買付け規制の適用除外とされています。</p> <p>ただし、これは相対取引による特定買付け等を前提としており、一般的にオファー時の申し込み人数が10名を超えるトストネット取引を想定したものではないことから、株券等所有割合が50%超の株主がトストネット等により特定売買等を行う場合は適用除外とされておりません。</p>
5	令第6条の2	<p>公開買付け規制の適用範囲について、以下のとおり適用除外取引の追加を希望する。</p> <p>① 証券会社が顧客から受注した注文に関して、まずは市場で当該証券会社が自己売買を行い、場が引けた後に、VWAP価格又は市場執行価格で立会外等において顧客に譲り渡す取引</p> <p>② 特別関係者となる複数の者で合計して3分の1超保有する場合に、そのいずれかの者が証券会社に売却し、翌日に買い戻す取引</p>	<p>いずれの取引も、会社支配権等に影響がある取引であり、取引の公正性を確保するため、投資者に予め情報開示を行うとともに、株主に平等に株式売却の機会を与えることが必要となります。したがって、引き続き公開買付け規制の対象とすべきものと考えられます。</p>
6	令第6条の2	合併または会社分割によって株券等を承継する行為については、「買付け等」に該当しないのか。	合併又は会社分割によって株券等を承継する行為であっても、その態様により、「株券等」の「買付け等」に該当する場合には、公開買付

			規制の対象となり得ますが、いずれにせよ関係法令に照らして、個別の事案ごとに判断されることとなります。
7	令第6条の2	単元未満株売渡請求に応じて自己株式の売渡しが行われる場合（会社法第194条）は、公開買付規制の適用除外とならないか。	公開買付規制は買付け等の相手方が第三者か発行者によって特段の区別を設けておらず、単元未満株売渡請求に基づく買付けも公開買付規制の対象となり得ます。
8	令第6条の2	上場オプション又は店頭オプションの行使（取得しているコールオプションを行使する場合および付与しているプットオプションの行使を受ける場合）により成立する有価証券の売買によって令第6条に定める株券等を買付ける取引は、令第6条の2に定める適用除外に明記されていないが、オプションの行使により成立する売買により同項第1号以下に該当することとなる場合であっても、公開買付けによらずに行うことができることとして頂きたい。	令第6条第2項第2号により、株券等の売買に関するオプションの取得は「有償の譲受け」に類するものとして規定されており、既に株券等所有割合の計算に含まれることから、オプションの行使により株券等所有割合が増加することはありません。
9	令第6条の2	令第6条の2における「特別の関係者」の意義について不備があるのではないか。	ご指摘を踏まえ、令第6条の2第1項第4号中、最初の特別関係者以下の括弧書きを「法第二十七条の二第一項ただし書に規定する特別関係者」、次の特別関係者以下の括弧書きを「法第二十七条の二第一項第一号に規定する特別関係者」とする修正をいたします。
10	令第6条の2第4号	令第6条の2第4号において、「内閣府令で定める買付け等を除く」とあるが、どこに規定されているのか。	当該記述は削除いたしました。 ・（当該特定買付け等の後におけるその者の所有に係る株券等の株券等所有割合（その者に特別関係者

			(同条第一項第一号に規定する特別関係者をいう。)がある場合にあっては、その株券等所有割合を加算したもの。以下この節において同じ。)が三分の二以上となる場合を除く。)
11	令第6条の2第1項第7号	令第6条の2第1項第7号において、「当該株券等のすべて」とは、買付価格を均一にするべき株券等のすべて(例えば、普通株式、A種類株式、B種類株式を発行している会社のA種類株式を買付ける場合、A種類株式すべて)と理解しているが、その理解でよい。	買付け等の対象とすべき株券等のすべての所有者を指します。
12	令第6条の2第1項第7号 他社株府令第2条の5第2項第1号イ	他社株府令第2条の5第2項第1号イにおいて、同意することについて種類株主総会で決議することとされているが、当該決議をするためには、種類株主総会決議事項とする定款変更をする必要があるため(会社法321条)、実務的には困難。	<p>買付け後の株券等所有割合が3分の2以上となる場合には、基本的には公開買付手続によるべきものと考えられ、その適用除外については、買付け等の対象とならない株主が、公開買付けによらないことに同意しているとみなせるような場合に限ることとしています。</p> <p>なお、規定を整理した結果、他社株府令第2条の6については第2条の5第2項として次のように修正いたします。</p> <p>・2 令第六条の二第一項第七号に規定するすべての所有者が同意している場合として内閣府令で定める場合は、次に掲げる区分に応じ、当該各号に定める場合とする。</p> <p>一 特定買付け等の後における当該特定買付け等を行う</p>

			<p>者の所有に係る株券等の株券等所有割合（法第二十七条の二第八項に規定する株券等所有割合をいう。以下この号において同じ。）とその者の特別関係者（法第二十七条の二第一項ただし書に規定する特別関係者をいう。）の株券等所有割合を合計した割合が三分の二以上となる場合であつて、当該特定買付け等の対象とならない株券等（以下この号において「買付け等対象外株券等」という。）があるとき 当該特定買付け等の対象となる株券等に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことに同意する旨を記載した書面が当該特定買付け等の対象となる株券等のすべての所有者から提出され、かつ、買付け等対象外株券等についてイ又はロの条件が満たされていること</p> <p>イ 特定買付け等を公開買付けによらないで行うことに同意することにつき、当該買付け等対象外株券等に係る種類株主総会（会社法（平成十七年法律第八十六号）第二条第十四号に規定する種類株主総会をいう。第五条第三項において同じ。）の決議が行われていること。</p> <p>ロ 買付け等対象外株券等</p>
--	--	--	--

			<p>の所有者が二十五名未満である場合であって、特定買付け等を公開買付けによらないで行うことにつき、当該買付け等対象外株券等のすべての所有者が同意し、その旨を記載した書面を提出していること。</p> <p>二 前号に掲げる場合以外の場合 当該特定買付け等の対象となる株券等に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことに同意する旨を記載した書面が当該特定買付け等の対象となる株券等のすべての所有者から提出された場合とする。</p>
13	<p>令第6条の2第1項第7号</p> <p>他社株府令第2条の5第2項第1号イ</p>	<p>他社株府令第2条の5第2項第1号イについて、種類株主総会の決議は、定款で定めた事項として会社法上有効な決議がなされる必要があるのか。また、その決議は普通決議で足りるのか、特別決議や特殊決議まで必要なのか。</p>	<p>会社法に従い、会社法上有効な種類株主総会の決議がなされる必要があります。</p>
14	<p>令第6条の2第1項第7号</p> <p>他社株府令第2条の5第1項</p> <p>他社株府令第2条の5第2項第1号ロ</p>	<p>他社株府令第2条の5第1項及び第2項第1号ロについて、25名未満という要件が課されているが、全員の同意を要求するので人数に上限を設ける必要はないのではないか。</p>	<p>他社株府令第2条の5第1項及び第2項第1号ロについては、本来公開買付手続によるべき買付けについて、例外的に適用除外となる場合を規定しております。具体的には、株券等の保有者が少数である場合には、同意を得る者と与える者との間において情報の非対称等が発生する可能性が低いことから、すべての保有者が同意しているときは適用除外としているものです。</p>
15	<p>令第6条の2第1項第7号</p>	<p>ある種類の種類株式のみを25名未満の株主から買付ける場合、</p>	<p>ある「種類」の株式のみを25名未満の株主から買い付ける場合で</p>

	<p>他社株府令第 2 条の 5 第 1 項</p> <p>他社株府令第 2 条の 5 第 2 項第 1 号口</p>	<p>当該種類株主全員の同意を得て、かつ買付け後の株券等所有割合が 3 分の 2 未満又は投資者保護にかけることがないものとして内閣府令で定める場合に該当すれば、令第 6 条の 2 第 1 項第 7 号により、公開買付は不要となるのか。</p>	<p>あって、当該種類株式のすべての所有者からの同意を得たときは、令第 6 条の 2 第 1 項第 7 号及び他社株府令第 2 条の 5 第 2 項の要件を満たせば公開買付けは不要となります。ただし、株券等の「種類」をどのようにとらえるかは、関係法令に照らして、個別事案ごとに判断されるものと考えられます。</p> <p>なお、規定を整理した結果、令第 6 条の 2 第 1 項第 7 号の括弧書きを削除し、他社株府令第 2 条の 6 を第 2 条の 5 第 2 項として修正いたしました。(修正内容につき 12 参照)</p>
16	<p>令第 6 条の 2 第 1 項第 7 号</p> <p>他社株府令第 2 条の 5 第 2 項第 1 号口、同府令第 5 条第 3 項第 2 号</p>	<p>他社株府令第 2 条の 5 第 2 項第 1 号口、同府令第 5 条第 3 項第 2 号の「25 名未満」とは、①異なる種類の株券等がある場合には、種類ごとに所有者が 25 名未満であればよい、という趣旨でよいのか。②また、新株予約権については、新株予約権の内容が異なる場合には、内容ごとに 25 名未満であればよい、という趣旨でよいのか。</p>	<p>① 25 名未満の要件は、株券等の「種類」ごとに適用を受けますが、株券等の「種類」をどのようにとらえるかは、関係法令等に照らして、個別事案ごとに判断されるものと考えられます。</p> <p>② 新株予約権については、内容が異なる場合であっても対象となる株券等が同一のものであれば通算することが必要となります。</p>
17	<p>令第 6 条の 2 第 1 項第 7 号</p> <p>他社株府令第 2 条の 5</p>	<p>他社株府令第 2 条の 5 において、「当該特定買付け等の対象にならない株券等」とは、当該特定買付け等の対象となる株券等と違う種類の株券等のことか。また、「株券等」には、新株予約権、新株予約権付社債も含まれるのか。</p>	<p>当該特定買付け等の対象となる株券等以外の株券等すべてを指します。株券等の定義に変更はなく、新株予約権証券や新株予約権付社債券も含まれます。</p>
18	<p>令第 6 条の 2 第 1 項第 10 号</p>	<p>令第 6 条の 2 第 1 項第 10 号について、届出や発行登録追補書類が提出されている場合に限定する合理的な理由はないと思われ</p>	<p>既開示株券等の売出しについて届出義務がないこと等を踏まえ、そのような場合は公開買付規制の適用除外を認めないこととしていま</p>

		るので、削除した方がよい。	す。
19	令第6条の2第1項第12号	取得条項付株式は、株主の意思に基づき株式を取得するのではないため、そもそも株式の譲受けには該当しないため、令第6条の2第1項第12号は、削除した方がよい。	取得条項付株式は、取得時において、取得される株式の対価として別の有価証券等が交付されることから外形的には有償の譲受けに該当しますが、取得条項付株式として既に株券等所有割合の計算に含まれることから、取得時における有償の譲受けについては公開買付規制の適用除外となることを明確化しています。
20	令第6条の2第1項第12号	取得条項付新株予約権の取得と引換えに株券等が交付される場合には、令第6条の2第1項第12号との対比を考慮すると、令第6条の2に規定を設けるべきではないか。	ご指摘を踏まえ、令第6条の2第1項第12号について所要の修正をいたします。 ・発行者がその発行する全部若しくは一部の株式又は新株予約権の内容として当該発行者が一定の事由が生じたことを条件として当該株式又は新株予約権を取得することができる旨の定めを設けている場合において、当該株式又は新株予約権の取得と引換えに交付される株券等の買付け等
21	令第6条の2第1項第12号	全部取得条項付種類株式の取得と引換えに株券等が交付される場合は、「買付け等」には該当しないとの解釈か。明確化のために、令第6条の2に規定を設ける必要はないか。	全部取得条項付種類株式は、株主総会の特別決議により、取得対価・その割当てに関する事項等が定められるものであり、取得の時点で、将来交付される対価の内容が明確ではないことから、個別の事案に応じて判断されることとなります。
22	令第6条の2第1項第14号	令第6条の2第1項第14号は、法第27条の2第1項柱書でもとから公開買付けの対象とされていないことは明らかであるので、削除すべきである。	当該規定については、明確化の観点から所要の修正をいたします。 ・十四 法第二十四条第一項（同条第五項（法第二十七条において準用する場合を含む。）におい

			て準用する場合を含む。)の規定により有価証券報告書を提出しなければならない発行者以外の発行者が発行する株券等の買付け等
23	令第6条の2第3項	「(法第27条の2第1項)第1号及び第2号(中略)に掲げる買付け等」を人数算定から除外する必要性はないのではないか。	ご指摘を踏まえて、同項中の関係箇所を削除いたします。
24	令第7条第1項第4号及び第5号	売買の一方の予約権又はオプションの行使による株券等の取得は公開買付けの対象とならないという理解でよいのか。	売買の一方の予約を行っている場合又は株券等の売買に係るオプションを取得した場合には、その際に公開買付け規制の適用対象となります。
25	令第7条第3項及び第4項 法第27条の2第1項第4号	法第27条の2第1項第4号に定める「新規発行取得」には対象者の合併、株式交換の組織再編により新たに発行する株券等の取得を含まないことを明確にして頂きたい。	「新規発行取得」には、組織再編行為において新たに発行される株券等の取得も含まれることとなります。 なお、規定を整理した結果、令第7条第3項第1号及び第2号を削除して他社株府令第4条の2第1項第1号及び第2号とし、令第7条第4項第1号及び第2号を削除して他社株府令第4条の2第2項第1号及び第2号として修正いたしました。
26	令第7条第3項及び第4項 法第27条の2第1項第4号	法第27条の2第1項第4号において、「株券等の買付け等」及び「新規発行取得」に係る株券等のどちらかが政令で定める割合を超えるときに同号の適用対象となるのか、それとも両者を合算して「政令等で定める割合」を超えただけで同号の適用対象となるのか。	両者を合算して10%超となった場合に、同号の適用対象となります。

27	令第7条第3項及び第4項 法第27条の2第1項第4号	令第7条第3項、第4項における5%、10%という割合は、3ヶ月の期間が完了した時点を基準として計算するのか、個々の株式取得を行う時点を基準として計算するのか。	3ヶ月の期間内に5%、10%という割合を超える取得をした場合に問題となります。
28	令第7条第3項及び第4項	令第7条第3項及び第4項における5%、10%の算定は、売買のグロス・ベース、ネット・ベースのどちらで計算すべきか。仮にネット・ベースで算定できない場合、3分の1前まで市場外で買った後、別の部署で間違って市場内買付けを行い、その結果3分の1を超えてしまったような場合、すぐに売却すれば問題ない(同日の取引のみであればネットできる)、というようなセーフティーネットが必要。	市場内外における買付け等の取引を組み合わせた急速な買付けの後、所有割合が3分の1を超えるような場合に公開買付規制の対象とすることを明確化することは、脱法的な態様の取引への対応の観点に立ったものです。その際、5%、10%との基準は、基本的にネット・ベースで算定可能と考えられますが、いずれにせよご質問のような個別のケースについては、関係法令等に照らして当該事案ごとに判断されるものと考えられます。
29	令第7条第5項	令第7条第5項について、先行する公開買付期間が延長された場合、延長後の買付期間も対象とすべきである。また、公開買付けの公表後開始までの対抗買付けも規制する必要がある、法第27条の2第1項第6号の政令として規定すべきである。	流通市場への影響、過剰規制の回避等の観点から、買付けが競合する場合の公開買付けの義務付けについては、相当厳格な要件の下に規定すべきものと考えられます。このような考え方を踏まえ、同項で規定する期間は公開買付届出書において設定された公開買付期間の起算日から末日までとしています。
30	令第7条第7項	令第7条第7項のみなし規定が適用される特別関係者の範囲は、実質基準の特別関係者であって形式基準の特別関係者ではないという理解でよい。また、その場合、令第7条第3項及び第4項の分子には、当該実質基準の特別関係者の議決権の数を加えるこ	形式基準の特別関係者と実質基準の特別関係者は重複することもあります。令第7条第7項は、重複しているものも含めた実質基準の特別関係者の急速な買付けも合算して法第27条の2第1項第4号の公開買付規制が適用されることを明確化したものです。

		とになるのか。	
31	令第8条第1項	日本においても、敵対的買収の可能性が高くなってきている昨今、公開買付けの最短期間が20営業日と言うのは若干短いのではないか。公開買付けの期間は30営業日から60営業日が無難な水準ではないか。	公開買付けの局面において投資者が熟慮して応募の是非を判断するための期間を確保することは重要であると考えられます。このような観点から、今般の政令改正案においては公開買付け期間の範囲について、従来の暦日ベースから営業日ベースに改めるとともに、当初公開買付け者が設定した公開買付け期間が30営業日未満の場合には買付対象者の請求によりこれを30営業日へと延長させることができることとしています。
32	令第8条第5項第3号	買付期間終了後に発行される株券等を公開買付けの対象とできるという前提に立つと、全部買付義務もそのような株券等に及ぶと解釈されうが、この点どのように考えればよいか。(将来の株式分について、株価の変動リスクを買付者が負担することを強いるのは酷である。) また、株券等所有割合の計算上、将来発行される株式については、どのように取り扱われるのか。	買付期間終了後に発行される株券等については、例えば株式分割により将来発行される株券等の買付け等であっても、基本的に公開買付けの対象となる株券等の買付け等に該当するものと解されます。仮にこれが公開買付け規制の対象外とされた場合は、これらの権利の買付け等が証券取引法の規制を受けることなく、全く自由に行われることになり、かえって証券取引の公正性の観点から問題が生じうることになるためです。 なお、買付期間終了後に発行される株券等を買付け等の対象とする場合には、当該株券等を含めた上で株券等所有割合を計算することとなります。
33	令第8条第5項第3号	公開買付け制度の見直しでの全部買付けの一部義務化に伴う所要の整備において、令案第8条第5項にある「発行会社が発行する	上場廃止等に至るような公開買付けの局面においては、公開買付け後における株券等所有割合が3分の2以上となる場合については、全部

		すべての株券等」には、ストックオプションが含まれると考えられるが、これを申込みの勧誘の対象から外して頂きたい。	買付義務を課することが適当と考えられます。このような考え方を踏まえ、ストックオプションとしての新株予約権証券も当該義務の対象に含める形で法制化を行っています。
34	令第8条第5項第3号	令第8条第5項第3号において、「申込みの勧誘を行うこと」とされているが、これは公開買付開始公告及び公開買付届出書の提出を指すのか。	貴見のとおりです。他社株府令第5条第5項において規定がなされています。
35	令第8条第5項第3号及び他社株府令第5条第3項	法第27条の2第5項、令第8条第5項第3号及び他社株府令第5条第3項に規定する「当該株券等の発行者が発行するすべての株券等」とは、当該株券等の種類を問わないとも読めるが、本条文はどのような意味か。	ある種類株式を買い付けることで議決権の3分の2以上を取得するような場合には、会社法の特別決議が可能となる等の点に鑑み、議決権を有するすべての株券等に買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘を行うことを義務付けることとしています。
36	令第8条第5項第3号	令第8条第5項第3号の「すべての株券等」をすべての種類の株券等と記載してもらいたい。	法令の他の箇所における用語、定義等に鑑み、現行案のとおりとなっております。
37	令第8条第5項第3号	上場廃止後の公開買付けについては、投資家保護の対応が不十分ではないか。	上場廃止等に至るような公開買付けの局面において、手残り株をかかえることとなる株主が著しく不安定な地位に置かれる場合があることに配慮し、株券等所有割合が3分の2以上となる場合には、すべての株券等について申込みの勧誘を要することしました。
38	令第9条の2第3号及び第4号	令第9条の2第3号及び第4号について、株券等に含まれる取得請求権付又は取得条項付の無議決権優先株式は、株券等所有割合を算出するにあたり、分子・分母ともに潜在的議決権を含めた株式数を使用すべきという理解でよいのか。	貴見のとおりです。

第6章

会社法制の将来展望

江頭憲治郎

1 はじめに

1) 「会社法制」の意義

(a) 会社の意義

会社は、「家計」・「企業（営利企業）」・「政府」という経済学が想定する3つの経済主体のうちの「企業」の形態として、今日最も重要な形態である。

企業として経済活動を行うには、資金提供者、経営者、労働者、取引先（原材料供給者・生産物購入者等）などからなる利害関係者（stakeholders）全員の協力が必要であり、「企業形態」とは、不確実性が伴う経済活動につき、利害関係者が事前の取決めのない事項の決定権限、成功時の残余リタンの帰属、失敗時の損失分担等を定めておくフォーマットであると考えられる（藤田友敬「企業形態と法」『現代の法7』〔岩波書店、1998年〕36頁）。会社は、今日、巨大企業から中小企業まで広範囲なケースにつき用いられる、つまり利害関係者の最も大きな支持を集めているフォーマットである。したがって、その法制の将来は、社会にとって重要な意味をもつ。

(b) 形式的意義の会社法の問題点

会社法（平成17法86号）は、会社の設立、組織、運営および管理につき定める法律であり（会社1条）、それを国民経済全体の立場からではなく、利害関係者である個々の経済主体間の利害の調整という立場から規制することを目

的とするものである（鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法』〔第3版、有斐閣、1994年〕4頁）。ただし、その対象をその目的で規制する法（制定法に限らない）は、平成17年法律第86号（「形式的意義の会社法」と呼ばれる）以外にも多数あり、そうした法全体が「実質的意義の会社法」と呼ばれる。学問分野としての会社法は実質的意義の会社法を意味し、本稿の対象である「会社法制」も、その意味である。

しかし、実質的意義の会社法のある部分が形式的意義の会社法に含まれているか否かは、法の内容に大きな影響を及ぼす場合が少なくないように思われる。その理由の第1は、形式的意義の会社法とそれ以外とは、ルールの実質的作成者が異なるケースが少なくないからである。

たとえば、平成18年の民法改正の際、民法33条2項は、「(学術、技芸、慈善、祭祀、宗教その他の公益を目的とする法人) 営利事業を営むことを目的とする法人（その他の法人）の設立、組織、運営及び管理については、この法律その他の法律の定めるところによる」として、民法の第1編第3章（33条～37条）が法人の一般法である旨を規定したうえで、民法34条において、「法人は、法令の規定に従い、定款その他の基本約款で定められた目的の範囲内において、権利を有し、義務を負う」と定めたため、会社の権利能力も定款所定の目的の範囲に制限されることが、法律上明定されてしまった。同改正前も、判例は、改正前民法43条（公益法人に関する規定）を類推適用し、会社の権利能力は定款所定の目的の範囲に制限されると解していたが（大判明治36・1・29民録9輯102頁）、あくまで類推適用にすぎなかったもので、判例に反対する学説も有力であった（浜田通代「会社の目的と権利能力および代表権の範囲・再考」法曹時報50巻9-11号（1998年））。そして、定款所定の目的による権利能力の制限（Ultra Vires）の法理を採用していた英米法諸国においてその法理が廃止された現状（イギリス会社法〔2006年〕39条、デラウェア一般会社法124条等）にかんがみると、問題が民法の改正としてではなく、形式的意義の会社法の改正問題としてその関係者によって取り扱われておれば、現在のような規定にはならなかった。

●[注]

- 1) 平成18年改正前の民法の法人の規定は、「法人は、この法律その他の法律の規定によらなければ、成立しない」（同33条）との規定および外国法人の認許に関する規定（同36条）以外は、公益法人を対象とする規定であり、法人の一般法ではなかった。

と推測される。

次のような例もある。平成19年9月に施行された金融商品取引法は、合併、会社分割、株式交換など「組織再編成」（金商2条の2、金商令2条）によって、組織再編成前に同法に基づく開示が行われていた株式の株主に対し同法に基づく開示がない有価証券が交付される場合を、新たに「有価証券の募集」に含め、同法に基づく発行開示を要求することにした（金商2条の2・4条1項2号）。この制度の趣旨にかんがみると、会社分割については、分割会社が吸収分割承継会社・新設分割設立会社から交付を受けた株式を分割会社株主に対し剰余金の配当等として分配する場合（いわゆる「分割型」の会社分割。会社758条8号・763条12号）を除き、当該発行開示を要求する必要があるはずである。ところが、現行法によると、分割会社が同法に基づく開示が必要な株券の発行会社である場合のすべてにつき、吸収分割承継会社・新設分割設立会社に当該発行開示が要求される（金商2条の2第4項・4条1項2号イ、金商令2条の2）。この規制につき、同法の主務官庁は、立法ミスではないとの立場をとっていると伝えられるが（座談会「会社法と金融商品取引法の交錯と今後の課題（中）」商事法務1822号〔2008年〕16頁）、吸収分割承継会社・新設分割設立会社が有価証券報告書の提出会社でなくかつ「分割型」でもないケースに当該開示を要求するのは、いかにも奇妙である。

形式的意義の会社法が否かによりルールの実質的作成者が異なり、その結果として法の内容が異なる事態が多いのであれば、形式的意義の会社法の境界がどこまでか（たとえば、形式的意義の会社法、金融商品取引法それぞれにより規定すべき事項の境界）は、立法技術上の小さな問題ではなく、会社法制の将来にも重要な影響を及ぼしうる。

第2に、形式的意義の会社法に含まれない事項については、学説を通じて法の発展に寄与すべき学界の関心が低いことから生ずる影響である。

たとえば、匿名組合（商535条～542条）とか投資事業有限責任組合（投資有限組合2条2項）は、法形式的には「会社」ではないが、制度的に持分会社

●[注]

- 2) 分割会社が有価証券報告書提出会社である吸収分割承継会社・新設分割設立会社から株式の交付を受ける場合であれば、有価証券報告書提出会社から募集株式の第三者割当てを受ける場合（金商2条3項2号ロ、金商令1条の7第1号）と同様、有価証券の募集として取り扱われても不思議ではない。

(とくに合資会社)に近く、かつ投資ファンドの仕組みとしてわが国では特分会社以上に重要なものであるから、本来、実質的意義の会社法の一部として研究されるべきものである。しかし、これらに対する学界の関心はきわめて低い。この点で、米国においてリミテッド・パートナーシップ (Limited Partnership) が、ドイツにおいて合資会社 (Kommanditgesellschaft) が投資ファンドの仕組みとして深く研究されているのに比べて、大きく遅れをとっている。

学界の関心が低いことも影響して、たとえば、投資事業有限責任組合に関する法律 (平成 10 法 90 号) には、投資ファンド法制として最も重要な点であるはずの業務執行組合員の忠実義務に関する規定が存在しない³⁾。匿名組合・投資事業有限責任組合を含む投資ファンドの運営者に対する強行規定としての忠実義務の導入は、金融商品取引法により、それらの特分の募集・私募が業として行われる場合に、業務執行組合員に対し第二種金融商品取引業者 (金商 2 条 2 項 5 号 8 項 7 号ハ・28 条 2 項 1 号) としての顧客 (他の組合員) に対する誠実義務 (金商 36 条) が課され、かつ、有価証券投資を目的とするファンドの場合に、投資運用業 (金商 28 条 4 項 3 号・2 条 8 項 15 号ハ) としての権利者 (他の組合員) に対する忠実義務・普管注意義務 (金商 42 条) が課されるのを待たねばならなかった。

(c) 実質的意義の会社法の問題点

次に、実質的意義の会社法自体の将来展望に関しては、どこまでの範囲の事項を視野に取り込んだ制度・理論を構築できるかが、ひとつの重要な点であると思われる。

会社は、資本市場、生産物市場、労働市場という 3 つの市場にかかわっていると見た場合、資本市場の視座を取り入れた会社法研究は、金融商品取引法研究の隆盛とあいまって、これまでも少なくない (上村達男『会社法改革』〔岩波書店、2002 年〕)。

一方、生産物市場 (会社が属する業種) という視座は、これまで主に、業法中における会社法の特則 (銀行 18 条 [準備金の額]、電気 37 条 [社債の一般担保]

●[注]

3) 同法の主務官庁である経済産業省は、同法制定時に、法律事務所に委託して「投資事業有限責任組合モデル契約」を作成し、当該モデル契約中に、業務執行組合員の注意義務と利益相反に関する条項が存在するにとどまる。経済産業省による個々の経済主体間の利害調整は、「業者寄り」になりがちである。

等) という形で考慮されるにすぎなかった。今後は、役員等の注意義務の水準の問題 (岩原伸作『金融機関取締役の注意義務』小塚莊一郎=高橋美加編『商事法への提言』〔商事法務、2004 年〕173 頁) などを含め、業種がより細かく考慮の対象になるか、といった点が問題である⁴⁾。

労働市場という視座は、日本の上場会社は「従業員支配」であるといわれながら、従業員を体系中に位置づける会社法理論は、欧州諸国の労働者参加をヒントに語られるもの (奥島孝康『現代会社法における支配と参加』〔成文堂、1976 年〕、正井章作『共同決定法と会社法の交錯』〔成文堂、1990 年〕) を除き、これまでに乏しかった。この点で、会社制度を、物的資本の提供者である株主・債権者と人的資本の提供者である経営者・従業員という 4 者間の動機付けの仕組みと構成する理論 (穴戸善一『動機付けの仕組みとしての企業』〔有斐閣、2006 年〕) は、従業員に明確な会社法中的地位を与える点で、注目に値するものであるう。

2) 会社法制の「過去、現在、将来」

(a) 会社法制の沿革

会社法制の将来を展望するには、前提として、過去と現在をどう認識するかが重要である。しかし、会社法制の沿革として、制定法の変遷を追うだけならさほど困難はないものの、運用実態の沿革を知るとは、さほど容易ではない。直近の状況をどう認識するかはともかく、第二次大戦後、ごく近時までの日本の上場会社のガバナンスの特色は、強い「経営者支配」、具体的には、①新卒で従業員として雇用され昇進した者から経営者が選出される、②経営組織が社長 (会長)―専務・常務取締役―平取締役という階層的ヒエラルキーで構成される、③株主利益を代表し経営者を監視する機構 (社外取締役、監査役等) が弱い、の 3 点であった。そうした特色がいつどのようにして成立したかに関する経営史家の認識は、かならずしも一致していない。

ひとつの見解は、明治 10 年代以後に華族・富豪等の出資により誕生した大企業 (綿紡織等) において、専門職能人である経営者 (洋行帰り、学卒者等) を当初から出資者 (非常勤取締役) は監督できず、明治 32 年の現行商法制定当時には、既に経営組織の階層的ヒエラルキー化 (非常勤取締役の排除) が進みつ

●[注]

4) 業法レベルの規制としては、たとえば、当該業種の会社はすべて委員会設置会社であることを要する、といった規制が置かれる可能性もあるう。

つあったとされるものである（由井常彦「明治時代における重役組織の形成」経営史学14巻1号〔1979年〕1頁、同「日本における重役組織の変遷——明治大正期の研究」経営論集24巻3号〔1977年〕23頁）。もうひとつの見解は、いわゆる「1940年体制」成立前の日本の大企業における株主主権は非常に強く、財閥系・非財閥系を問わず経営者をモニターする仕組みを備えていたのが、1940年体制により一挙に覆ったとするものである（岡崎哲二「企業システム」岡崎哲二＝奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』（日本経済新聞社、1993年）97頁）。

この2つの見解は、日本的な経営者支配がどの程度根深いものであるかに関してまったく異なる像を提示するので、会社法制の将来を展望する際に、差異を無視できないように思われる。筆者は、いずれの認識が正しいかを判断するには、1940年体制成立前に存在した非常勤取締役が経営者をモニタリングできず人材であったか否か等に関する、より詳細な研究が必要であるように感じている。付言すれば、米国の会社法学界においては、現在、歴史研究が相当にさかんである。

(b) 市場のグローバル化と会社法制のコンバージェンス
会社法制、とりわけ機関法制は、社会構造と深く関係し、国ごとの土着的要素が強い法分野である⁵⁾と、つい最近まで認識されてきた。ところが、市場（資本市場・生産物市場。程度の差こそあれ労働市場も）のグローバル化の進展により、会社法制についても、一制度へのコンバージェンス（収斂）がいわれるようになった。収斂の方向は、国力の反映を免れず、各国で「米国化」が進みつつあり、わが国の機関法制における委員会設置会社（会社2条12号・400条～422条）の導入とか敵対的買収防衛策としてのライツ・プランの流行等にそれは現れている。

表だっていわれることは少ないが、わが国の会社法制が近隣諸国に及ぼしてきた影響力も、これまで小さいものではなかった。多分、地域で傑出した経済力を有する国であったことがその理由であらうが、傑出した存在ではなくなつつある今後は、それだけで影響力を保持することは難しくなる。

●[注]

- 5) Hansmann, Kraakman & Squire, Law and the Rise of the Firm, 119 *Harv. L. Rev.* 1333 (2006); Symposium, Understanding Corporate Law through History, 63 *Wash. & Lee L. Rev.* 1273 (2006).

3) 本稿で取り上げる事項

2以下では、会社法制の将来展望に関し、2つのテーマを取り上げたい。

第1は、形式的意義の会社法と他との境界という問題（11）(b)の具体的検討であり、金融商品取引法との境界を取り上げる。

第2は、そのテーマの背後にあるより基本的な問題として、制定法以外の法を含め、会社法制上のルールは誰が作成すべきか、という点である。そのテーマは、会社法制の「米国化」にも関係する。

2 形式的意義の会社法の範囲——金融商品取引法との境界

1) 金融商品取引法の中の実質的意義の会社法

既に1950年代から、金融商品取引法（当時の証券取引法）には、会社関係者である個々の経済主体間の利害の調整と見るべき規制、すなわち「実質的意義の会社法」と見るべき部分が含まれていると指摘されてきた（鈴木竹雄「証券取引法と株式会社法」田中耕太郎編『株式会社法講座第1巻』（有斐閣、1955年）351頁、矢沢淳「アメリカにおける会社法と証券取引法の交渉」商事法務49号〔1957年〕29頁）。すなわち、実質的意義の会社法の一局面には当然に「投資者の保護」（金商1条）の局面があるが、金融商品取引法は、上場会社等に対象を絞ったうえで、その局面につき形式的意義の会社法の足りない部分を補うため強力な規制を置いたと理解するわけである（鈴木・前掲354頁）。具体的には、企業内容等の開示、公開買付け、会計監査、開示に関する民事損害賠償責任、委任状勧誘、内部者取引等に関する金融商品取引法上の制度が実質的意義の会社法に属するとされる⁶⁾。

問題は、なぜその規制が形式的意義の会社法でなく、金融商品取引法に置かれているのかに関する理論的説明である。金融商品取引法がGHQの指示により米国法に倣って制定されたもので、米国ではそれらの事項が1933年証券法・1934年証券取引所法等により規制されているからであるといった沿革的

●[注]

- 6) 裏返せば、たとえば相場操縦は商品取引所法の対象商品についてもありうるから（商取116条）、金融商品取引法上のその規制（金商159条・160条）は、実質的意義の会社法に属さない。

な説明だけでは、ルールの実質的作成者が異なってくることの正当化という問題意識からすると、理由づけとして不十分である。

形式的意義の会社法と金融商品取引法との境界を、規制の対象という点から説明するものとして、第1に、前者は主として既に株主となっている者の保護、後者は今後株主となろうとする投資者（潜在的株主）をも含めた保護であると見て、保護対象者の面から境界づける見解がありうる（鈴木・前掲354頁）。これは、いわゆる「公開株式会社法」の構想につながる主張でもあるが（上村・前掲101頁）、境界づけのメルクマールとしては、後者の規制範囲が無限に広がるおそれがあり（たとえば、上場会社を規制対象とする限り、金融商品取引法の規制がどこまでも広がる可能性がある）、あまり役に立たない。

規制対象からの境界づけの第2として、形式的意義の会社法は、会社・経営者側の行為から株主・投資者を保護する形で会社・経営者側を規律するにとどまるのに対し、金融商品取引法は、公開買付け、委任状勧誘、内部者取引の規制等に見られるように、会社・経営者側以外に対する規律（市場関係者の規律）を含むものであるとすると、規律対象者（義務負担者）の面からの境界づけがありうる。現行法には、たしかにそうした面があるが、だからといって、形式的意義の会社法が会社・経営者側以外の行為を規律してはならないという理論的根拠は存在しないと思われるし、またこの境界づけも、金融商品取引法の規制範囲の限界づけにならない点では、第1のものと同じである。

第3に、規制手段という観点からの境界づけとして、形式的意義の会社法は、大部分が私法の規制から成り立ち立っており、行政的手段による規律を含まないのに対し、金融商品取引法においては、金融庁・証券取引等監視委員会による行政的手段が大きなウェイトを占めるという点があげられよう。しかし、行政的手段が不要な事項は本来すべて形式的意義の会社法が規定すべきなのだ、とい

きってよいとなると、問題もありそうである。

要するに、問題のポイントは、上場会社等という対象による境界づけ以外に、金融商品取引法の規制範囲（個々の経済主体間の利害の調整という局面における）がどうあるべきかである。

この点につき、筆者は、金融商品取引法には、「投資情報」を金融商品等の

●[注]

- 7) 形式的意義の会社法による規整のうち、商業登記は、行政的手段ではあるが、当事者の申請を前提とする「受け身」の手段にとどまる。

「価格」に迅速に反映させる法であるという、目的の面からする制約があると考えている。なぜなら、同法を所管する金融庁の任務・所掌事務は、「資金の効率的配分」を図るため投資情報を金融商品等の価格に迅速に反映させる政策を立案すること以上には出ない、と解されるからであり（金融庁設置法3条・4条1号・同26号）、金融商品取引法1条の目的規定にいう「資本市場の機能の十全な發揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り」という文言は、上述のことを意味すると考える。いいかえると、金融商品取引法が行っている投資者の保護は、投資情報の株式等の価格への迅速な反映を図ることに尽きるのであって、それと無関係な会社の実体的（機関構成の規制等）・手続的規制は行っていない。

ちなみに、金融商品取引法の母法である米国の連邦証券関係諸法も、会社側関係者・市場関係者に対し開示を要求する（「欺罔 [deceit]」をしないことを含めて）法であるにとどまり、会社のガバナンスに対する実体的（substantive）な規制を行う法ではない。⁸⁾このようにいうと、2002年の米国企業会計改革法（Sarbanes-Oxley Act）により改正された1934年証券取引所法10A条(m)(3)は、上場会社の監査委員会（audit committee）のメンバーである取締役役に「独立性」を要求する形でガバナンスの実体的規制をしているのではないかと、との反論があるかもしれない。しかし、米国企業会計改革法は、監査委員会という企業内容開示に直接関係する機関に対し規制を加えたわけではない。しかも米国企業会計改革法が上述のように手を伸ばしたことにつき、少なくとも学説には、立法論と

●[注]

- 8) 1960年代の後半から1970年代にかけて、米国の判例・学説の一部には、主に証券取引所法規則10b-5（金融商品取引法157条に相当する「詐欺」の一般条項）を「欺罔」の要素のない事案にまで適用することを通じて、会社のガバナンスの実体を連邦証券諸法により規制しようとする動きがあり、この動きを、州法の規制が不十分な領域への「連邦会社法」の伸張であるとして、高く評価する向きもあった。しかし、1977年に連邦最高裁が「欺罔」の要素のない事案への証券取引所法規則10b-5の適用を否定するとともに、その理由として、1934年証券取引所法目的はあくまで「完全な開示」にあり、会社のガバナンスの実体を規制するのは州法の役割であると判示したことにより（Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U. S. 462, 97 S. Ct. 1292 (1977)）、米国の連邦証券諸法と州会社法の役割分担は確定した。

して批判的な見解が多い。⁹⁾

2) 具体的な問題

1) で述べた金融商品取引法による規制範囲は、最大限がそこまでということであって、その範囲の事項を形式的意義の会社法により規律すべきものか、それとも金融商品取引法により規律すべきものかは、政策問題である。その点を考慮しながら、具体的な問題を2つ検討する。

(a) 委任状勧誘規制

現行法上、何人も、上場会社における総会議決権の代理行使の委任状の勧誘を行う場合には、金融商品取引法に基づき、内閣府令で定める事項を記載した委任状の用紙および参考書類を被勧誘者に対し交付しなければならないものとされている（金商194条、金商令36条の2第1項）。

委任状の勧誘という会社の組織・運営に関する事項が金融商品取引法の規制対象とされている理由は、それが会社側からの勧誘であれば企業内容開示の実質があり、株主側からの勧誘であっても虚偽の事項を告げる勧誘を防止する必要があることによる。つまり、一種の「投資情報」の取扱いという側面があるからである。したがって、現行規制が、1) で述べた金融商品取引法のあるべき規制範囲を超えているわけではない。

しかし、現行法のように、委任状勧誘規制を形式的意義の会社法でなく金融商品取引法により行うことが望ましいか否かについては、政策的に再検討する余地がある。

それは、形式的意義の会社法に書面投票制度（会社298条1項3号・同2項・301条、会社則65条・66条・73条～84条）が導入されて以後、上場会社であっても、会社側が行う議決権行使の勧誘行為には、上記の金融商品取引法の規制は、ほとんど適用がなくなっているからである。いいかえると、金融商品取引法の規制は、實際上、現職経営者に反対して委任状勧誘を行う側に対してのみ

適用される制度となっている。

金融商品取引法による委任状勧誘規制のほうが書面投票制度より優れている点として、勧誘者に対し参考書類等を金融庁長官に提出することを要求することを通じて事前の行政的規制が及ぶ点をあげることができる（金商令36条の3）。しかし、現状では、少なくとも委任状勧誘規制に関する限り、行政的規制が存在している点を有用であると評価する意見も聞かない。金融商品取引法に基づく開示内容も、事実上、書面投票制度に追従するものになっている。こうした点にかんがみると、現職経営者に反対して委任状勧誘を行う側に対してのみ参考書類等を金融庁長官に提出する制度を維持することの正当性は疑わしい。立法論としては、金融商品取引法による委任状勧誘規制は廃止し、形式的意義の会社法中に上場会社における委任状勧誘規制を置けば足りると思われる。

(b) 強制公開買付けの適用範囲

公開買付けについては、形式的意義の会社法には規定がなく、金融商品取引法にのみ規制がある（金商27条の2～27条の22）。

現行の金融商品取引法の規定は、「公開買付けに関する開示」という章名になっているものの、開示規制にとどまらず、買付期間（金商27条の2第2項）、買付価格の均一（金商27条の2第3項）、買付条件の変更（金商27条の6）等に関する実体的規制を含んでいる。もともと、そうした実体的規制も、投資者に対し投資情報に関し熟慮を促すために必要な規制であると考えれば、1) で述べた、あるべき金融商品取引法の規制範囲を超えているとはいえない。

しかし、金融商品取引法の公開買付規制には、本来の同法の目的・規制範囲を超えている部分があるように思われる。

その第1は、同法の公開買付規制の適用範囲である。すなわち、現行法における適用範囲の規制（金商27条の2第1項〔強制公開買付規制〕）は、公開買付けとしての開示規制が必要な範囲を定めたものといえるであろうか。

●[注]

11) 会社側は、書面投票制度を採用したうえでさらに一部の株主に対し委任状の勧誘を行う場合でも、参考書類を金融庁長官に提出する必要はないものとされている（金商令36条の3、委任状44条）。

12) 違法な委任状勧誘に対し金融庁長官（内閣総理大臣）が取りうる措置は、裁判所に対する禁止・停止命令の申立てである（金商192条）。

●[注]

9) Romano, The Sarbanes-Oxley Act and Making of Quack Corporate Governance, 114 *Yale L. J.* 1521 (2005); Clark, Corporate Governance Changes in the Wake of Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers Too, 22 *Ga. St. U. L. Rev.* 251 (2005).

10) 米国の1934年証券取引所法も、委任状勧誘規制を置いている（同14条）。

たとえば、金融商品取引法 27 条の 2 第 1 項 2 号（平成 2 年改正により導入された）は、取引所金融市場外における買付けであれば、著しく少数の者からの買付けであっても、買付けにおける買付者の株券等所有割合が 3 分の 1 を超える場合には公開買付けによるべきことを強制する形で、公開買付け規制を適用する。この規制の立法目的は、支配株式取得の際支払われるプレミアムの分配に一般株主を平等に参加させることであるといわれる（近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『証券取引法入門』（新訂第 2 版、商事法務、2003 年）229 頁）。しかし、株主に平等に支配権プレミアムを分配するという立法目的は、1) で述べた金融商品取引法の本来の目的の範囲を超えるのではないか。

第 2 に、金融商品取引法 27 条の 2 第 5 項（金商令 8 条 5 項 3 号、公開買付け 5 条 3 項）および同法 27 条の 13 第 4 項（金商令 14 条の 2 の 2）は、一定の要件に該当する公開買付けの買付者に対し、全部勧誘義務・全部買付義務を課す。この規制の立法目的は、公開買付け後に少数株主として会社に残される者の保護であると解されるが、それも、1) で述べた金融商品取引法の本来の目的の範囲を超えるのではないか。

すなわち、これらの規制は、投資情報を金融商品等の価格に迅速に反映させる法であるという金融商品取引法の目的を超えた手法で投資者の保護を図るものであり、したがって、本来、会社をめぐる利害関係者の利害の調整を目的とする一般法であるところの形式的意義の会社法に置かれるべきものである。

3 会社法制上のルールの作成主体

1) 制定法・判例法・当事者（定款）自治

会社法制上のルールの作成主体が誰であるべきかという問題は、単に、制定法の立案を行う主務官庁がどこかという点にとどまらない、大きな問題である。日本では、実質的意義の会社法を含む「私法」も、基本部分は国会で制定する法律に定められることが万古不易の原則のように考えられがちであるが、世界的に見れば、それは、大陸法系でのみ行われている制度にすぎない。英米法系の国（判例法国）においては、私法の基本部分は、裁判所が形成した判例により構成されている。

大陸法系の国にも判例は存在し、英米法系の国の私法分野にも、議会が制定

する制定法は存在しないわけではない。しかし、制定法と判例の関係は、両者でまったく異なる。日本を含む大陸法系の国では、私法分野でも制定法が法源であり、裁判所の判例は、制定法の解釈事例にすぎない。それに対し、英米法系の国では、判例法が、私法分野に関する限り、法体系のすみずみまでを覆っており、一方、制定法は、議会が判例法を修正するため作成するものにすぎない。具体的にそれがどういふことかといえば、英米法系の国では、判例法はいくらでも拡張解釈・類推解釈されるのに対し（そうでない、法体系のすみずみまでをカバーできない）、制定法は、判例法に優先して適用されるものの、その文言は厳格に解釈され、その文言から少しでもはみ出る事案は、判例法により解決されるということである。米国のロー・スクールではもっぱら判例を題材に議論が行われ、制定法については、授業の最後に「こうした制定法がある」と一言述べられるにとどまる理由は、そこにある。

判例法国では、私法は、原則として私人と弁護士と裁判所とが作るものである。議会が作るものではない。すなわち、私人の作成した契約・定款等の有効性、解釈等を裁判所が判断したものが私法の大部分を構成しており、会社法の領域でもそうである。

判例法国のシステムの良い点は、第 1 に、私人が自己のニーズに合致した法制を自身で作れることである。第 2 に、議会で法律が制定されるのを待つ必要がない点で、法制が社会の変化に対応しやすいことである。

日本のような大陸法系の国では、むしろ判例法国と同じにはいかない。しかし、制定法（会社法）の強行規定性を弱め、当事者（定款）自治の要素を強めれば、実質的に私人と弁護士と裁判所とによって作られる部分が増える点で、判例法国のシステムに近づく。平成 17 年制定の会社法が大幅に当事者（定款）自治を拡大したのは、上記の判例法国のシステムの長所を取り入れない、日本の企業社会が世界的な競争から取り残されると考えたからである。大陸法国であっても、成熟した資本主義国の場合、その意味での「米国化」は避けがたいことであると思われる。

●[注]

- 13) 「判例法 (common law) と抵触する制定法 (statutes) は厳格に解釈されるべきである (to be strictly construed)」という判旨は、米国の判例では、始終目にすることである (Water, Waste & Land, Inc. v. Lanham, 955 P.2d 997 (Colo. 1998))。

もともと、当事者（定款）自治の会社法制を運営していくためには、有能かつ一方当事者の利益に偏しない弁護士と裁判所の存在が不可欠である。会社法の分野では、近時、専門弁護士の能力の向上が著しいが、今後も、この点で司法制度改革の成果に期待するところが大きい。

当事者（定款）自治の会社法制を運営するうえでもうひとつ大切なことは、経済団体とか専門家団体によるルール作り（モデル定款、自主規制ルール等の作成）である。個々の私人が一から契約・定款等を作成することは容易ではないことから、これも制度の不可欠の前提である。

一般的にいうと、日本の経済団体は、従来、議会・政府が行うルール作りに対し影響力を行使することには熱心であるが、団体構成員に適用されるルールを自身で作成するか、団体構成員間の紛争を解決する機構を自身で運営することについては、熱意が乏しかった。この点で、欧米の経済団体とは対照的である。経済団体は、議会・政府に対し働きかける機関から、自身でルールを作成し運営する機関へと発想を転換する必要がある。

2) 法令体系の秩序

法令体系には、法律、政令、省令という効力の段階秩序がある。そして、法律省がいわゆる閣議の形で国会に提出する法律案は、法制審議会の決定した要綱に従って作成されるのがこれまでの慣行である。ところが、平成17年制定の会社法および同法に基づく省令については、そうした慣行や法令の段階秩序が無視された点が少なくない。担当官の秩序軽視の現れであるにとどまらず、それらの法令には、次に述べるように、内容的にも実質的理由はない。これらの法令は、すみやかに改正されるべきである。

(a) 法制審議会の要綱に反する会社法の規定

最近、実務界・学界の話題となった規定に、会社法125条3項3号がある。これは、株主名簿の閲覧・謄写を請求する者が「会社の業務と実質的に競争関係にある事業を営み、又はこれに従事するものであるとき」には、会社は、同人の請求を拒むことができる」と規定している。この規定の解釈につき、東京高

●[注]

- 14) 米国では、最近、経済（業界）団体が団体構成員間の紛争の解決に適用してきたルールの効率性に関心が集まっている。落合誠一「商人間取引の特色と解釈」法学教室292号（2005年）65頁。

裁は、請求株主が会社と競争関係にあることのみを理由に株主名簿の閲覧・謄写請求権を否定しなければならぬ合理的な根拠はなく、したがって同規定の意義は、当該株主に、自己の権利の確保・行使に関する調査の目的で請求を行ったことの証明を要求する趣旨にすぎないと、規定文言に比すると一種の縮小解釈を行った（東京高決平成20・6・12金融・商事判例1295号12頁）。

競業者の閲覧等の請求を会社が拒みうる旨は、会社法制定前から会計帳簿の閲覧等の請求につき規定されており（会社法433条2項3号に相当する規定）、一見すると、会社法125条3項3号は、この実質を継承したもののように見える。しかし、法制審議会が平成17年2月9日に決定した「会社法制の現代化に関する要綱」第4—5(5)は、株主名簿の閲覧等の拒絶事由として、会計帳簿の場合とは異なる内容を定めており、会社法125条3項3号に当たる拒絶事由は、当該要綱には存在しなかった。¹⁵⁾

実質的に考えても、会計帳簿の閲覧は、競業者が行うと会社に損害を生じさせる危険が大きいのに対し、株主名簿の閲覧についてはその危険は小さい。また、競業者である株主が現経営者との間で委任状争奪戦を行う事態等も考えられるが、会社法125条3項3号を文言にとると、まさに株主名簿閲覧制度の存在理由というべきそうした場合にも、会社は株主の閲覧を拒みうることになりかねない。どのような理由に基づき法制審議会の要綱と異なる内容の法案が作られたのか、理解に苦しむ。

(b) 法律の委任を超える省令

法律は、資本準備金・利益準備金を「準備金」と総称しており（会社法445条4項）、準備金の額を減少して資本金にすることを認めている（会社法448条1項）。法律上、資本金とできる準備金に限定はない。

ところが、会社計算規則48条1項1号は、利益準備金を資本金とすること

●[注]

- 15) 要綱の文言は、次のとおりである。

「株主名簿、社債原簿及び新株予約権原簿の閲覧・謄写請求権については、次に掲げる拒絶事由を定めるものとする。

- ① 株主の権利の確保又は行使のための請求ではないとき。
- ② 株主が書類の閲覧・謄写によって知り得た事実を利益を得て他人に通報するために請求をしたとき。
- ③ 請求の日の前2年以内においてその会社又は他の会社の書類の閲覧・謄写によって知り得た事実を利益を得て他人に通報した者が請求をしたとき。」

を禁じている。その他利益剰余金についても、法律上の限定はないにもかかわらず、省令により、資本金にできない旨が定められている（会社 450 条 1 項、会社計算 48 条 1 項 2 号）。

省令が利益準備金・その他利益剰余金の資本金への組入れを禁じた理由は、利益と資本との峻別にありとされているが（相澤哲＝郡谷大輔＝和久友子「会計帳簿」商事法務 1764 号〔2006 年〕26 頁）、会計学にもそこまで潔癖な利益・資本峻別論は従来存在しないこと（秋坂朝則「会社計算規則における剰余金区分の原則」企業会計 58 巻 6 号〔2006 年〕28 頁）、外国法制にもそうした峻別はないこと（竹内昭夫『剰余金の資本組入』〔東京大学出版会、1962 年〕16 頁）、とくに中小企業においてその他利益剰余金の資本金への組入れ実務のニーズがあること等にかんがみても、禁止する理由はない。法形式的にも、法律違反の省令であり、廃止されるべきものである。

●執筆者一覧——

- 渡辺宏之** (わたなべ・ひろゆき) [第2章]
早稲田大学法学部准教授
- 西川義晃** (にしかわ・よしあき) [第3章]
静岡大学文学部准教授
- 土田和博** (つちだ・かずひろ) [第4章]
早稲田大学法学部准教授
- 稲葉威雄** (いなば・たけお) [第5章]
弁護士、前早稲田大学大学院法学研究科客員教授
- 江頭憲治郎** (えがしら・けんじろう) [第6章]
早稲田大学大学院法学研究科教授
- 島山恭一** (とりやま・きょういち) [第7章]
早稲田大学大学院法学研究科教授
- 岸田雅雄** (きしだ・まさお) [第8章]
早稲田大学商学部准教授
- 柿崎 環** (かきさき・たまき) [第9章]
東洋大学大学院法学研究科准教授
- 久保田安彦** (くぼた・やすひこ) [第10章]
大阪大学大学院法学研究科准教授
- 黒沼悦郎** (くろぬま・えつろう) [第11章]
早稲田大学大学院法学研究科教授
- 河村賢治** (かわむら・けんじ) [第12章]
関西学院大学経済学部准教授

●編著者略歴——

上村達男 (うへむら・たつお) [巻頭言・第1章]
1948年生まれ。早稲田大学法学部、早稲田大学大学院法学研究科博士課程修了。法学博士。北九州市立大学、専修大学、立教大学を経て、1997年より早稲田大学法学部教授。現在早稲田大学法学部院長、法学部長、早稲田大学グローバルCOE「企業法制と法創造総合研究所」所長。金融庁金融審議会専門委員、経産省産業構造審議会臨時委員、国民生活審議会委員、総合資源・エネルギー調査会随時委員、前経済財政諮問会議金融・資本市場WG 主席、元司法試験(第二次試験) 審査委員(商法)、元法制審議会会社法(株券不発行等) 部会委員、(株) 筑生堂社外取締役等。著書に、『会社法改革——公開株式会社法の構想』(岩波書店、2002年〈平成15年度大隈健一郎賞受賞〉)、『株式会社はどこへ行くのか』(共著、日本経済新聞出版社、2007年) ほか。

早稲田大学 21 世紀 COE 叢書
企業社会の変容と法創造 (第4巻)
企業法制の現状と課題

2009年3月31日 第1版第1刷発行

編著者 上村達男
発行者 黒田敏正
発行所 株式会社 日本評論社
〒170-8474 東京都豊島区南大塚 3-12-4
電話 03-3987-8621 FAX 03-3987-8590
振替 00100-3-16 http://www.nippon.co.jp/
印刷所 精興社
製本所 松岳社
装 幀 駒井佑二
校印省略 © Tatsuo Uemura 2009

ISBN 978-4-535-00224-1

Printed in Japan

Securities Act**R.S.O. 1990, CHAPTER S.5**

Last amendment: 2008, c. 19, Sched. R.

**PART XX
TAKE-OVER BIDS AND ISSUER BIDS**

INTERPRETATION

Definitions

89. (1) In this Part,

“bid circular” means a bid circular prepared in accordance with section 94.2; (“circulaire d’offre”)

“business day” means a day other than a Saturday or holiday; (“jour ouvrable”)

“class of securities” includes a series of a class of securities; (“catégorie de valeurs mobilières”)

“equity security” means a security of an issuer that carries a residual right to participate in the earnings of the issuer and, on liquidation or winding up of the issuer, in its assets; (“titre de participation”)

“formal bid” means a formal take-over bid or a formal issuer bid; (“offre formelle”)

“formal bid requirements” means sections 93 to 99.1; (“exigences relatives aux offres formelles”)

“formal issuer bid” means an issuer bid that is not exempt from the formal bid requirements by sections 101 to 101.7; (“offre formelle de l’émetteur”)

“formal take-over bid” means a take-over bid that is not exempt from the formal bid requirements by sections 100 to 100.6; (“offre formelle d’achat visant à la mainmise”)

“issuer bid” means an offer to acquire or redeem securities of an issuer made by the issuer to one or more persons or companies, any of whom is in Ontario or whose last address as shown on the books of the offeree issuer is in Ontario, and also includes an acquisition or redemption of securities of the issuer by the issuer from those persons or companies, but does not include an offer to acquire or redeem or an acquisition or redemption,

- (a) if no valuable consideration is offered or paid by the issuer for the securities,
- (b) if the offer to acquire or redeem, or the acquisition or redemption is a step in an amalgamation, merger, reorganization or arrangement that requires approval in a vote of security holders, or
- (c) if the securities are debt securities that are not convertible into securities other than debt securities; (“offre de l’émetteur”)

“offeree issuer” means an issuer whose securities are the subject of a take-over bid, an issuer bid or an offer to acquire; (“pollicité”)

“offeror” means, except in sections 93 to 93.4, a person or company that makes a take-over bid, an issuer bid or an offer to acquire; (“pollicitant”)

“offeror’s securities” means securities of an offeree issuer beneficially owned, or over which control or direction is exercised, on the date of an offer to acquire, by an offeror or by any person or company acting jointly or in concert with the offeror; (“valeurs mobilières du pollicitant”)

“offer to acquire” means,

- (a) an offer to purchase, or a solicitation of an offer to sell, securities,
- (b) an acceptance of an offer to sell securities, whether or not the offer has been solicited, or
- (c) any combination of the above; (“offre d’acquisition”)

“published market” means, with respect to any class of securities, a market in Canada or outside of Canada on which the securities are traded, if the prices at which they have been traded on that market are regularly,

- (a) disseminated electronically, or
- (b) published in a newspaper or business or financial publication of general and regular paid circulation; (“marché organisé”)

“subsidiary” means an issuer that is controlled directly or indirectly by another issuer and includes a subsidiary of that subsidiary; (“filiale”)

“take-over bid” means an offer to acquire outstanding voting securities or equity securities of a class made to one or more persons or companies, any of whom is in Ontario or whose last address as shown on the books of the offeree issuer is in Ontario, where the securities subject to the offer to acquire, together with the offeror’s securities, constitute in the aggregate 20 per cent or more of the outstanding securities of that class of securities at the date of the offer to acquire but does not include an offer to acquire if the offer to acquire is a step in an amalgamation, merger, reorganization or arrangement that requires approval in a vote of security holders. (“offre d’achat visant à la mainmise”) 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Deemed affiliate of an issuer

(2) For the purposes of this Part, an issuer shall be deemed to be an affiliate of another issuer if one of them is the subsidiary of the other or if each of them is controlled by the same person or company. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Control

- (3) For the purposes of this Part, a person or company controls a second person or company,
- (a) if the first person or company, directly or indirectly, beneficially owns or exercises control or direction over securities of the second person or company carrying votes which, if exercised, would entitle the first person or company to elect a majority of the directors of the second person or company, unless the first person or company holds the voting securities only to secure an obligation;
- (b) if the second person or company is a partnership, other than a limited partnership, and the first person or company holds more than 50 per cent of the interests of the partnership; or
- (c) if the second person or company is a limited partnership and the general partner of the limited partnership is the first person or company. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Computation of time

(4) For the purposes of this Part, a period of days is to be computed as beginning on the day following the event that began the period and ending at 11:59 p.m. on the last day of the period if that day is a business day or at 11:59 p.m. on the next business day if the last day of the period does not fall on a business day. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Deemed convertible securities

- (5) For the purposes of this Part,
- (a) a security shall be deemed to be convertible into a security of another class if, whether or not on conditions, it is or may be convertible into or exchangeable for, or if it carries the right or obligation to acquire, a security of the other class, whether of the same or another issuer; and
- (b) a security that is convertible into a security of another class shall be deemed to be convertible into a security or securities of each class into which the second-mentioned security may be converted, either directly or through securities of one or more other classes of securities that are themselves convertible. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Deemed beneficial ownership

90. (1) For the purposes of this Part, in determining the beneficial ownership of securities of an offeror or of any person or company acting jointly or in concert with the offeror, at any given date, the offeror or the person or company shall be deemed to have acquired and to be the beneficial owner of a security, including an unissued security, if the offeror or the person or company is the beneficial owner of a security convertible into the security within 60 days following that date or has a right or obligation permitting or requiring the offeror or the person or company, whether or not on conditions, to acquire beneficial ownership of the security within 60 days, by a single transaction or a series of linked transactions. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Calculation of outstanding securities

(2) The number of outstanding securities of a class in respect of an offer to acquire includes securities that are beneficially owned as determined in accordance with subsection (1). 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Calculation of holdings, joint offerors

(3) If two or more offerors acting jointly or in concert make one or more offers to acquire securities of a class, the securities subject to the offer or offers to acquire shall be deemed to be securities subject to the offer to acquire of each offeror for the purpose of determining whether an offeror is making a take-over bid. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Limitation

(4) For the purposes of this section, an offeror is not a beneficial owner of securities solely because there is an agreement, commitment or understanding that a security holder will tender the securities under a formal bid made by the offeror. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Acting jointly or in concert

91. (1) For the purposes of this Part, it is a question of fact as to whether a person or company is acting jointly or in concert with an offeror and, without limiting the generality of the foregoing,

(a) the following shall be deemed to be acting jointly or in concert with an offeror:

(i) a person or company who, as a result of any agreement, commitment or understanding with the offeror or with any other person or company acting jointly or in concert with the offeror, acquires or offers to acquire securities of the same class as those subject to the offer to acquire, and

(ii) an affiliate of the offeror; and

(b) the following shall be presumed to be acting jointly or in concert with an offeror:

(i) a person or company who, as a result of any agreement, commitment or understanding with the offeror or with any other person or company acting jointly or in concert with the offeror, intends to exercise jointly or in concert with the offeror or with any person or company acting jointly or in concert with the offeror any voting rights attaching to any securities of the offeree issuer, and

(ii) an associate of the offeror. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exception, registered dealers

(2) Subsection (1) does not apply to a registered dealer acting solely in an agency capacity for the offeror in connection with a bid and not executing principal transactions in the class of securities subject to the offer to acquire or performing services beyond the customary functions of a registered dealer. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exception, agreements to tender securities

(3) For the purposes of this section, a person or company is not acting jointly or in concert with an offeror solely because there is an agreement, commitment or understanding that the person or company will tender securities under a formal bid made by the offeror. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Application to direct and indirect offers

92. For the purposes of this Part, a reference to an offer to acquire or to the acquisition or ownership of securities or to control or direction over securities includes a direct or indirect offer to acquire or the direct or indirect acquisition or ownership of securities, or the direct or indirect control or direction over securities, as the case may be. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

BID INTEGRATION RULES FOR FORMAL BIDS**Definition, offeror**

93. In sections 93.1 to 93.4,

“offeror” means,

(a) a person or company making a formal bid,

(b) a person or company acting jointly or in concert with a person or company referred to in clause (a),

(c) a control person of a person or company referred to in clause (a), or

(d) a person or company acting jointly or in concert with the control person referred to in clause (c). 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Restrictions on acquisitions during formal take-over bid

93.1 (1) An offeror shall not offer to acquire, or make or enter into an agreement, commitment or understanding to acquire beneficial ownership of any securities of the class that are subject to a formal take-over bid or securities convertible into securities of that class otherwise than under the bid on and from the day of the announcement of the offeror's intention to make the bid until the expiry of the bid. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exception

(2) Subsection (1) does not apply to an offeror's acquisitions of beneficial ownership of five per cent or less, in the aggregate, of the outstanding securities of the class that is subject to the bid if the acquisitions satisfy such conditions as may be specified by regulation. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Same

(3) For the purposes of subsection (2), the acquisition of beneficial ownership of securities that are convertible into securities of the class that is subject to the bid shall be deemed to be an acquisition of the securities as converted. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Restrictions on acquisitions during formal issuer bid

(4) An offeror shall not offer to acquire, or make or enter into an agreement, commitment or understanding to acquire, beneficial ownership of any securities of the class that are subject to a formal issuer bid, or securities that are convertible into securities of that class, otherwise than under the bid on and from the day of the announcement of the offeror's intention to make the bid until the expiry of the bid. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exceptions by regulation

(5) Subsections (1) and (4) do not apply in such other circumstances as may be specified by regulation. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Restrictions on acquisitions before formal take-over bid

93.2 (1) If, within the period of 90 days immediately preceding a formal take-over bid, an offeror acquired beneficial ownership of securities of the class subject to the bid in a transaction not generally available on identical terms to holders of that class of securities,

(a) the offeror shall offer,

(i) consideration for securities deposited under the bid at least equal to and in the same form as the highest consideration that was paid on a per security basis under any such prior transaction, or

(ii) at least the cash equivalent of that consideration; and

(b) the offeror shall offer to acquire under the bid that percentage of the securities of the class subject to the bid that is at least equal to the highest percentage that the number of securities acquired from a seller in any such prior transaction was of the total number of securities of that class beneficially owned by that seller at the time of that prior transaction. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exception

(2) Subsection (1) does not apply to trades effected in the normal course on a published market if the trades satisfy such conditions as may be specified by regulation. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Same

(3) Subsection (1) does not apply in such other circumstances as may be specified by regulation. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Restrictions on acquisitions after formal bid

93.3 (1) During the period beginning with the expiry of a formal bid and ending at the end of the 20th business day after that, whether or not any securities are taken up under the bid, an offeror shall not acquire or offer to acquire beneficial ownership of securities of the class that was subject to the bid except by way of a transaction that is generally available to holders of that class of securities on identical terms. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exception

(2) Subsection (1) does not apply to trades effected in the normal course on a published market if the trades satisfy such conditions as may be specified by regulation. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Same

(3) Subsection (1) does not apply in such other circumstances as may be specified by regulation. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Prohibition on sales during formal bid

93.4 (1) An offeror, except pursuant to the formal bid, shall not sell, or make or enter into an agreement, commitment or understanding to sell, any securities of the class subject to the bid, or securities that are convertible into securities of that class, beginning on the day of the announcement of the offeror's intention to make the bid until the expiry of the bid. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exception

(2) Despite subsection (1), an offeror may, before the expiry of a bid, make or enter into an agreement, commitment or understanding to sell securities that may be taken up by the offeror under the bid, after the expiry of the bid, if the intention to sell is disclosed in the bid circular. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Same

(3) Subsection (1) does not apply in such other circumstances as may be specified by regulation. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

MAKING A FORMAL BID

Duty to make bid to all security holders

94. An offeror shall make a formal bid to all holders of the class of securities subject to the bid who are in Ontario by sending the bid,

- (a) to each holder of that class of securities whose last address as shown on the books of the offeree issuer is in Ontario; and
- (b) to each holder of securities that, before the expiry of the deposit period referred to in the bid, are convertible into securities of that class, whose last address as shown on the books of the offeree issuer is in Ontario. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Commencement of formal bid

Take-over bid

94.1 (1) An offeror shall commence a formal take-over bid,

- (a) by publishing an advertisement containing a brief summary of the bid in at least one major daily newspaper of general and regular paid circulation in Ontario; or
- (b) by sending the bid to the security holders described in section 94. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Issuer bid

(2) An offeror shall commence a formal issuer bid by sending the bid to the security holders described in section 94. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Duty to prepare and send offeror's circular

94.2 (1) An offeror making a formal bid shall prepare a take-over bid circular or an issuer bid circular, as the case may be, containing the information required by the regulations and in the form required by the regulations and shall send the bid circular either as part of the bid or together with the bid. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Formal take-over bid commenced by advertising

- (2) An offeror commencing a formal take-over bid by means of an advertisement under clause 94.1 (1) (a) shall,
 - (a) on or before the date of first publication of the advertisement, deliver the bid and the bid circular to the offeree issuer's principal office and file the bid, the bid circular and the advertisement;
 - (b) on or before the date of first publication of the advertisement, request from the offeree issuer a list of security holders described in section 94; and
 - (c) not later than two business days after receipt of the list of security holders referred to in clause (b), send the bid and the bid circular to those security holders. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Filing and delivery of take-over bid circular

(3) An offeror commencing a take-over bid under clause 94.1 (1) (b) shall file the bid and the bid circular and deliver them to the offeree issuer's principal office on the day the bid is sent, or as soon as practicable after that. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Filing of issuer bid circular

(4) An offeror making a formal issuer bid shall file the bid and the bid circular on the day the bid is sent, or as soon as practicable after that. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Change in information

94.3 (1) If, before the expiry of a formal bid or after the expiry of a bid but before the expiry of all rights to withdraw the securities deposited under the bid, a change has occurred in the information contained in the bid circular or any notice of change or notice of variation that would reasonably be expected to affect the decision of the security holders of the offeree issuer to accept or reject the bid, the offeror shall promptly,

- (a) issue and file a news release; and
- (b) send a notice of the change to every person or company to whom the bid was required to be sent and whose securities were not taken up before the date of the change. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exception

(2) Subsection (1) does not apply to a change that is not within the control of the offeror or of an affiliate of the offeror unless it is a change in a material fact relating to the securities being offered in exchange for securities of the offeree issuer. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Variation not a change

(3) For the purposes of this section, a variation in the terms of a bid does not constitute a change in information. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Form and contents of notice

(4) A notice of change in relation to a bid circular shall contain the information required by the regulations and be in the form required by the regulations. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Variation of terms

94.4 (1) If there is a variation in the terms of a formal bid, including any extension of the period during which securities may be deposited under the bid, and whether or not that variation results from the exercise of any right contained in the bid, the offeror shall promptly issue and file a news release and send a notice of variation to every person or company to whom the bid was required to be sent and whose securities were not taken up before the date of the variation. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Form and contents of notice

(2) A notice of variation in relation to a formal bid shall contain the information required by the regulations and be in the form required by the regulations. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Expiry of bid after variation

(3) If there is a variation in the terms of a formal bid, the period during which securities may be deposited under the bid shall not expire before 10 days after the date of the notice of variation. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exception

(4) Subsections (1) and (3) do not apply to a variation in the terms of a bid consisting solely of the waiver of a condition in the bid and any extension of the bid resulting from the waiver where the consideration offered for the securities consists solely of cash, but in that case the offeror shall promptly issue and file a news release announcing the waiver. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

No variation after deposit period

(5) A variation in the terms of a formal bid, other than a variation that is the waiver by the offeror of a condition that is specifically stated in the bid as being waivable at the sole option of the offeror, shall not be made after the expiry of the period, including any extension of the period, during which the securities may be deposited under the bid. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Filing and sending notice of change or variation

94.5 A notice of change or notice of variation in respect of a formal bid shall be filed and, in the case of a take-over bid, delivered to the offeree issuer's principal office on the day the notice of change or notice of variation is sent to security holders of the offeree issuer or as soon as practicable after that. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Change or variation in advertised take-over bid

94.6 (1) If a change or variation occurs to a formal take-over bid that was commenced by means of an advertisement and if the offeror has complied with clauses 94.2 (2) (a) and (b) but has not yet sent the bid and the bid circular as required by clause 94.2 (2) (c), the offeror shall,

- (a) publish an advertisement that contains a brief summary of the change or variation in at least one major daily newspaper of general and regular paid circulation in Ontario;
- (b) concurrently with the date of first publication of the advertisement,
 - (i) file the advertisement, and
 - (ii) file and deliver a notice of change or notice of variation to the offeree issuer's principal office; and
- (c) subsequently send the bid, the bid circular and the notice of change or notice of variation to the security holders of the offeree issuer before the expiration of the period set out in clause 94.2 (2) (c). 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exemption from s. 94.5

(2) If an offeror satisfies the requirements of subsection (1), the notice of change or notice of variation is not required to be filed and sent under section 94.5. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Consent of expert, bid circular

94.7 (1) If a report, valuation, statement or opinion of an expert is included in or accompanies a bid circular or any notice of change or notice of variation, the written consent of the expert to the use of the report, valuation, statement or opinion shall be filed concurrently with the bid circular or notice of change or notice of variation. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Definition

(2) For the purposes of this section,

"expert" includes a notary in Quebec, a solicitor, an auditor, an accountant, an engineer, a geologist, an appraiser or any other person or company whose profession or business gives authority to a statement made in a professional capacity by that person or company. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Delivery and date of bid documents

94.8 (1) A formal bid, a bid circular and every notice of change or notice of variation shall be mailed by pre-paid mail to the intended recipient or delivered to the intended recipient by personal delivery, courier or other manner acceptable to the Director. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Same

(2) Except for a take-over bid commenced by means of an advertisement under clause 94.1 (1) (a), a bid, bid circular, notice of change or notice of variation sent in accordance with subsection (1) shall be deemed to be dated as of the date it was sent to all or substantially all of the persons and companies entitled to receive it. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Same

(3) If a take-over bid is commenced by means of an advertisement under clause 94.1 (1) (a), the bid, bid circular, notice of change or notice of variation shall be deemed to have been dated as of the date of first publication of the relevant advertisement. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

OFFEREE ISSUER'S OBLIGATIONS

Duty to prepare and send directors' circular

95. (1) If a formal take-over bid has been made, the board of directors of the offeree issuer shall prepare and send, not later than 15 days after the date of the bid, a directors' circular to every person or company to whom the bid was required to be sent. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Duty to evaluate and advise

(2) The board of directors of the offeree issuer shall evaluate the terms of a formal take-over bid and, in the directors' circular,

- (a) shall recommend to security holders that they accept or reject the bid and give reasons for the recommendation;

- (b) shall advise security holders that the board is unable to make, or is not making, a recommendation and state the reasons for being unable to make a recommendation or for not making a recommendation; or
- (c) shall advise security holders that the board is considering whether to make a recommendation to accept or reject the bid, shall state the reasons for not making a recommendation in the directors' circular and may advise security holders that they should not deposit their securities under the bid until they receive further communication from the board in accordance with clause (a) or (b). 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Further communication

(3) If clause (2) (c) applies, the board of directors shall communicate to security holders a recommendation or the decision that it is unable to make, or is not making, a recommendation, together with the reasons for the recommendation or the decision, at least seven days before the scheduled expiry of the period during which securities may be deposited under the bid. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Form and contents of circular

(4) A directors' circular shall contain the information required by the regulations and be in the form required by the regulations. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Notice of change

95.1 (1) If, before the expiry of a take-over bid or after the expiry of a take-over bid but before the expiry of all rights to withdraw the securities deposited under the bid, a change has occurred in the information contained in the directors' circular or in any notice of change to the directors' circular that would reasonably be expected to affect the decision of the security holders to accept or reject the bid, the board of directors of the offeree issuer shall promptly issue and file a news release relating to the change and send a notice of the change to every person or company to whom the take-over bid was required to be sent disclosing the nature and substance of the change. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Form and contents of notice

(2) A notice of change in relation to a directors' circular shall contain the information required by the regulations and be in the form required by the regulations. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Filing directors' circular or notice of change

95.2 The board of directors of the offeree issuer shall concurrently file the directors' circular or a notice of change in relation to it and deliver it to the principal office of the offeror not later than the date on which it is sent to the security holders of the offeree issuer, or as soon as practicable after that. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Individual director's or officer's circular

96. (1) An individual director or officer may recommend acceptance or rejection of a take-over bid if the director or officer sends with the recommendation a separate director's or officer's circular to every person or company to whom the take-over bid was required to be sent. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Notice of change

(2) If, before the expiry of a take-over bid or after the expiry of a take-over bid but before the expiry of all rights to withdraw the securities deposited under the bid, a change has occurred in the information contained in a director's or officer's circular or any notice of change in relation to it that would reasonably be expected to affect the decision of the security holders to accept or reject the bid, other than a change that is not within the control of the director or officer, as the case may be, that director or officer shall promptly send a notice of change to every person or company to whom the take-over bid was required to be sent. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Form and contents of circular

(3) A director's or officer's circular shall contain the information required by the regulations and be in the form required by the regulations. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Delivery to offeree issuer

(4) A director's or officer's obligation to send a circular under subsection (1) or to send a notice of change under subsection (2) may be satisfied by sending the circular or the notice of change, as the case may be, to the board of directors of the offeree issuer. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Circulation of documents

(5) If a director or officer sends to the board of directors of the offeree issuer a circular under subsection (1) or a notice of change under subsection (2), the board, at the offeree issuer's expense, shall promptly send a copy of the circular or notice to every person or company to whom the take-over bid was required to be sent. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Filing

(6) The board of directors of the offeree issuer or the individual director or officer, as the case may be, shall concurrently file the director's or officer's circular or a notice of change in relation to it and send it to the principal office of the offeror not later than the date on which it is sent to the security holders of the offeree issuer, or as soon as practicable after that. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Form and contents of notice

(7) A notice of change in relation to a director's or officer's circular shall contain the information required by the regulations and be in the form required by the regulations. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Consent of expert, directors' circular, etc.

96.1 If a report, valuation, statement or opinion of an expert, as defined in subsection 94.7 (2), is included in or accompanies a directors' circular, an individual director's or officer's circular or a notice of change, the written consent of the expert to the use of the report, valuation, statement or opinion shall be filed concurrently with the circular or notice. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Methods of delivery of offeree issuer's documents

96.2 (1) A directors' circular, an individual director's or officer's circular and every notice of change shall be mailed by pre-paid mail to the intended recipient or delivered to the intended recipient by personal delivery, courier or other manner acceptable to the Director. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Date of documents

(2) Any circular or notice sent in accordance with this section shall be deemed to be dated as of the date it was sent to all or substantially all of the persons and companies entitled to receive it. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

OFFEROR'S OBLIGATIONS**Consideration**

97. (1) If a formal bid is made, **all holders of the same class of securities shall be offered identical consideration.** 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Same

(2) Subsection (1) does not prohibit an offeror from offering an identical choice of consideration to all holders of the same class of securities. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Increase in consideration

(3) If a variation in the terms of a formal bid before the expiry of the bid increases the value of the consideration offered for the securities subject to the bid, the offeror shall pay that increased consideration to each person or company whose securities are taken up under the bid, whether or not the securities were taken up by the offeror before the variation of the bid. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Prohibition against collateral agreements

97.1 (1) If a person or company makes or intends to make a formal bid, the person or company or any person or company acting jointly or in concert with that person or company shall not enter into any collateral agreement, commitment or understanding that has the effect, directly or indirectly, of providing a security holder of the offeree issuer with consideration of greater value than that offered to the other security holders of the same class of securities. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exception, employment benefit arrangements

(2) Subsection (1) does not apply to such employment compensation arrangements, severance arrangements or other employment benefit arrangements as may be specified by regulation. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Proportionate take up and payment

97.2 (1) If a formal bid is made for less than all of the class of securities subject to the bid and a greater number of securities is deposited under the bid than the offeror is bound or willing to acquire under the bid, the offeror shall take up and pay for the securities proportionately, disregarding fractions, according to the number of securities deposited by each security holder. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Deemed deposit, pre-bid transactions

(2) For the purposes of subsection (1), any securities acquired in a pre-bid transaction to which subsection 93.2 (1) applies shall be deemed to have been deposited under the bid by the person or company who was the seller in the pre-bid transaction. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exceptions

(3) Subsection (1) does not apply in such circumstances as may be specified by regulation. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Financing arrangements

97.3 (1) If a formal bid provides that the consideration for the securities deposited under the bid is to be paid in cash or partly in cash, the offeror shall make adequate arrangements before the bid to ensure that the required funds are available to make full payment for the securities that the offeror has offered to acquire. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Conditional financing arrangements

(2) The financing arrangements required to be made under subsection (1) may be subject to conditions if, at the time the bid is commenced, the offeror reasonably believes the possibility to be remote that, if the conditions of the bid are satisfied or waived, the offeror will be unable to pay for the securities deposited under the bid due to a financing condition not being satisfied. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

BID MECHANICS

Minimum deposit period

98. (1) An offeror shall allow securities to be deposited under a formal bid **for at least 35 days** from the date of the bid. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Prohibition on take up

(2) An offeror shall not take up securities deposited under a formal bid until the expiration of 35 days from the date of the bid. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Withdrawal of securities

98.1 (1) A security holder may withdraw securities deposited under a formal bid,

- (a) at any time before the securities have been taken up by the offeror;
- (b) at any time before the expiration of 10 days from the date of a notice of change under section 94.3 or a notice of variation under section 94.4; or
- (c) if the securities have not been paid for by the offeror within three business days after the securities have been taken up. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exceptions

(2) The right of withdrawal under clause (1) (b) does not apply if the securities have been taken up by the offeror before the date of the notice of change or notice of variation or if one or both of the following circumstances occur:

- 1. A variation in the terms of the bid consisting only of an increase in consideration offered for the securities and an extension of the time for deposit to not later than 10 days after the date of the notice of variation.
- 2. A variation in the terms of the bid consisting solely of the waiver of one or more of the conditions of the bid where the consideration offered for the securities subject to the bid consists solely of cash. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Method of withdrawing

(3) The withdrawal of any securities under subsection (1) shall be made by sending a written notice to the depository designated in the bid circular and becomes effective on its receipt by the depository. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Duty to return securities

(4) If notice is given in accordance with subsection (3), the offeror shall promptly return the securities to the security holder. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Effect of market purchases

98.2 If an offeror purchases securities under an exemption to subsection 93.1 (1), those purchased securities shall be counted in determining whether a condition as to the minimum number of securities to be deposited under a bid has been fulfilled, but shall not reduce the number of securities the offeror is bound to take up under the bid. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Obligation to take up and pay for deposited securities

98.3 (1) If all the terms and conditions of a formal bid have been complied with or waived, the offeror shall take up and pay for securities deposited under the bid not later than 10 days after the expiry of the bid or at the time required by subsection (2) or (3), whichever is earliest. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Same

(2) An offeror shall pay for any securities taken up under a formal bid as soon as possible, and in any event not later than three business days after the securities deposited under the bid are taken up. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Same

(3) Securities deposited under a formal bid subsequent to the date on which the offeror first takes up securities deposited under the bid shall be taken up and paid for by the offeror not later than 10 days after the deposit of the securities. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Bid not to be extended

(4) An offeror may not extend its formal bid if all the terms and conditions of the bid have been complied with or waived, unless the offeror first takes up all securities deposited under the bid and not withdrawn. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Maximum number of securities required to be taken up

(5) Despite subsections (3) and (4), if a formal bid is made for less than all of the class of securities subject to the bid, an offeror is only required to take up, by the times specified in those subsections, the maximum number of securities that the offeror can take up without contravening section 97 or 97.2 at the expiry of the bid. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Effect of waiver of terms or conditions

(6) Despite subsection (4), if the offeror waives any terms or conditions of a formal bid and extends the bid in circumstances where the rights of withdrawal conferred by clause 98.1 (1) (b) are applicable, the bid shall be extended without the offeror first taking up the securities which are subject to the rights of withdrawal. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Expiry of the bid

98.4 A formal bid expires at the later of,

- (a) the end of the period, including any extension, during which securities may be deposited under the bid; and
- (b) the time at which the offeror becomes obligated by the terms of the bid to take up or reject securities deposited under the bid. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Return of deposited securities

98.5 If, following the expiry of a bid, an offeror knows that it will not take up securities deposited under the bid, the offeror shall promptly issue and file a news release to that effect and return the securities to the security holders. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

News release on expiry of bid

98.6 If all the terms and conditions of a bid have been complied with or waived, the offeror shall issue and file a news release to that effect promptly after the expiry of the bid, and the news release shall disclose,

- (a) the approximate number of securities deposited; and
- (b) the approximate number that will be taken up. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Filing of documents

98.7 An offeror making a formal bid, and an offeree issuer whose securities are the subject of a formal bid, shall file copies of the documents required by the regulations and any amendments to those documents, in accordance with the regulations, unless the documents and amendments have been previously filed. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Certification of bid circulars

99. (1) A bid circular, or a notice of change or notice of variation in respect of the bid circular required under this Part shall contain a certificate of the offeror in the form required by the regulations and the certificate must be signed,

- (a) if the offeror is a person or company other than an individual, by each of the following:
 - (i) the chief executive officer or, in the case of a person or company that does not have a chief executive officer, the individual who performs similar functions to a chief executive officer,

- (ii) the chief financial officer or, in the case of a person or company that does not have a chief financial officer, the individual who performs similar functions to a chief financial officer, and
- (iii) two directors, other than the chief executive officer and the chief financial officer, who are duly authorized by the board of directors of that person or company to sign on behalf of the board of directors; or
- (b) if the offeror is an individual, by the individual. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Same, fewer than four directors

(2) For the purposes of clause (1) (a), if the offeror has fewer than four directors and officers, the certificate must be signed by all of the directors and officers. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Same, directors' circulars

(3) A directors' circular or a notice of change in respect of a directors' circular required under this Part must contain a certificate of the board of directors of the offeree issuer in the form required by the regulations and the certificate must be signed by two directors who are duly authorized by the board of directors of the offeree issuer to sign on behalf of the board of directors. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Same, individual director's or officer's circular

(4) Every person who files and sends an individual director's or officer's circular or a notice of change in respect of an individual director's or officer's circular under this Part shall ensure that the circular or notice contains a certificate in the form required by the regulations and the certificate must be signed by or on behalf of the director or officer sending the circular or notice. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Substitute signatories

(5) If the Director is satisfied that either or both of the chief executive officer or chief financial officer cannot sign a certificate required under this Part, the Director may accept a certificate signed by another officer or director. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Obligation to provide security holder list

99.1 (1) If a person or company makes or proposes to make a formal take-over bid for a class of securities of an issuer that is not otherwise required by law to provide a list of its security holders to the person or company, the issuer shall provide a list of holders of that class of securities, and any known holder of an option or right to acquire securities of that class, to enable the person or company to carry out the bid in compliance with this Part. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Access to corporate records

(2) For the purposes of subsection (1), section 21 of the *Canada Business Corporations Act* applies with necessary modifications to the person or company making or proposing to make the take-over bid and to the issuer, except that the affidavit that accompanies the request for the list of security holders shall state that the list will not be used except in connection with a formal take-over bid for securities of the issuer. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

EXEMPT TAKE-OVER BIDS

Normal course purchase exemption

100. A take-over bid is exempt from the formal bid requirements if all of the following conditions are satisfied:

1. The bid is for not more than 5 per cent of the outstanding securities of a class of securities of the offeree issuer.
2. The aggregate number of securities acquired in reliance on this exemption by the offeror and any person or company acting jointly or in concert with the offeror within any period of 12 months, when aggregated with acquisitions otherwise made by the offeror and any person or company acting jointly or in concert with the offeror within the same 12-month period, other than under a formal bid, does not exceed 5 per cent of the outstanding securities of that class at the beginning of the 12-month period.
3. There is a published market for the class of securities that are the subject of the bid.
4. The value of the consideration paid for any of the securities acquired is not in excess of the market price at the date of acquisition as determined in accordance with the regulations, plus reasonable brokerage fees or commissions actually paid. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Private agreement exemption

100.1 (1) A take-over bid is exempt from the formal bid requirements if all of the following conditions are satisfied:

1. Purchases are made from not more than five persons or companies in the aggregate, including persons or companies located outside of Ontario.
2. **The bid is not made generally to security holders of the class of securities that is the subject of the bid, so long as there are more than five security holders of the class.**
3. If there is a published market for the securities acquired, the value of the consideration paid for any of the securities, including brokerage fees or commissions, is not greater than 115 per cent of the market price of the securities at the date of the bid as determined in accordance with the regulations.
4. If there is no published market for the securities acquired, there is a reasonable basis for determining that the value of the consideration paid for any of the securities is not greater than 115 per cent of the value of the securities. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Determination of number of security holders

(2) For the purposes of subsection (1), if an offeror makes an offer to acquire securities from a person or company and the offeror knows or ought to know after reasonable enquiry that the person or company acquired the securities in order that the offeror might make use of the exemption under subsection (1), then each person or company from whom those securities were acquired shall be included in the determination of the number of persons and companies to whom an offer to acquire has been made. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Same

(3) For the purposes of subsection (1), if an offeror makes an offer to acquire securities from a person or company and the offeror knows or ought to know after reasonable enquiry that the person or company from whom the acquisition is being made is acting as a nominee, agent, trustee, executor, administrator or other legal representative for one or more other persons or companies having a direct beneficial interest in those securities, then each of those other persons or companies shall be included in the determination of the number of persons and companies to whom an offer to acquire has been made. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Same

(4) Despite subsection (3), a trust or estate is to be considered a single security holder in the determination of the number of persons and companies to whom an offer to acquire has been made,

- (a) if an *inter vivos* trust has been established by a single settlor; or
- (b) if an estate has not vested in all who are beneficially entitled to it. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Non-reporting issuer exemption

100.2 A take-over bid is exempt from the formal bid requirements if the offeree issuer is not a reporting issuer and if such other conditions as may be specified by regulation are satisfied. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Foreign take-over bid exemption

100.3 Subject to section 100.5, a take-over bid is exempt from the formal bid requirements if all of the following conditions are satisfied:

1. Security holders whose last address as shown on the books of the offeree issuer is in Canada hold less than 10 per cent of the outstanding securities of the class subject to the bid at the commencement of the bid.
2. The offeror reasonably believes that security holders in Canada beneficially own less than 10 per cent of the outstanding securities of the class subject to the bid at the commencement of the bid.
3. The published market on which the greatest dollar volume of trading in securities of that class occurred during the 12 months immediately preceding the commencement of the bid was not in Canada.
4. Security holders in Ontario are entitled to participate in the bid on terms at least as favourable as the terms that apply to the general body of security holders of the same class. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exemption, fewer than 50 beneficial owners

100.4 Subject to section 100.5, a take-over bid is exempt from the formal bid requirements if both of the following conditions are satisfied:

1. The number of beneficial owners of securities of the class subject to the bid in Ontario is fewer than 50 and the securities held by them constitute, in aggregate, less than 2 per cent of the outstanding securities of that class.

2. Security holders in Ontario are entitled to participate in the bid on terms at least as favourable as the terms that apply to the general body of security holders of the same class. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Restriction, required disclosure

100.5 A take-over bid described in section 100.3 or 100.4 is not exempt from the formal bid requirements unless,

- (a) the information and documents specified by regulation are provided to security holders in Ontario in accordance with the regulations; and
- (b) the information specified by regulation about the bid is made public in accordance with the regulations. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exemption by regulation

100.6 A take-over bid is exempt from the formal bid requirements if it is exempted by the regulations. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

EXEMPT ISSUER BIDS

Issuer acquisition or redemption exemption

101. An issuer bid for a class of securities is exempt from the formal bid requirements if any of the following conditions is satisfied:

1. The securities are purchased, redeemed or otherwise acquired in accordance with the terms and conditions attaching to the class of securities that permit the purchase, redemption or acquisition of the securities by the issuer without the prior agreement of the owners of the securities, or the securities are acquired to meet sinking fund or purchase fund requirements.
2. The purchase, redemption or other acquisition is required by the terms and conditions attaching to the class of securities or by the statute under which the issuer was incorporated, organized or continued.
3. The terms and conditions attaching to the class of securities contain a right of the owner to require the issuer of the securities to redeem, repurchase, or otherwise acquire the securities, and the securities are acquired pursuant to the exercise of the right. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Employee, executive officer, director and consultant exemption

101.1 An issuer bid is exempt from the formal bid requirements if the securities are acquired from a current or former employee, executive officer, director or consultant of the issuer or of an affiliate of the issuer and, if there is a published market in respect of the securities,

- (a) the value of the consideration paid for any of the securities acquired is not greater than the market price of the securities at the date of the acquisition, determined in accordance with the regulations; and
- (b) the aggregate number of securities or, in the case of convertible debt securities, the aggregate principal amount of securities acquired by the issuer within any period of 12 months in reliance on the exemption provided by this subsection does not exceed 5 per cent of the securities of that class outstanding at the beginning of the 12-month period. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Normal course issuer bid exemptions

Designated exchange

101.2 (1) An issuer bid that is made in the normal course through the facilities of a designated exchange is exempt from the formal bid requirements if the bid is made in accordance with the by-laws, rules, regulations and policies of that exchange. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Other published markets

(2) An issuer bid that is made in the normal course on a published market, other than a designated exchange, is exempt from the formal bid requirements if all of the following conditions are satisfied:

1. The bid is for not more than 5 per cent of the outstanding securities of a class of securities of the issuer.
2. The aggregate number of securities or, in the case of convertible debt securities, the aggregate principal amount of securities acquired in reliance on this exemption by the issuer and any person or company acting jointly or in concert with the issuer within any period of 12 months does not exceed 5 per cent of the outstanding securities of that class at the beginning of the 12-month period.

3. The value of the consideration paid for any of the securities acquired is not in excess of the market price at the date of acquisition as determined in accordance with the regulations, plus reasonable brokerage fees or commissions actually paid. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

News release

(3) An issuer making a bid under subsection (1) shall promptly file any news releases that the designated exchange requires to be issued. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Same

(4) An issuer making a bid under subsection (2) shall issue and file, at least five days before the commencement of the bid, a news release containing the information prescribed by the regulations. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Definition

(5) In this section,

“designated exchange” means the Toronto Stock Exchange, the TSX Venture Exchange or other exchange designated by the Commission for the purpose of this section. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Non-reporting issuer exemption

101.3 An issuer bid is exempt from the formal bid requirements if the issuer is not a reporting issuer and if such other conditions as may be specified by regulation are satisfied. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Foreign issuer bid exemption

101.4 Subject to section 101.6, an issuer bid is exempt from the formal bid requirements if all of the following conditions are satisfied:

1. Security holders whose last address as shown on the books of the offeree issuer is in Canada hold less than 10 per cent of the outstanding securities of the class subject to the bid at the commencement of the bid.
2. The offeror reasonably believes that security holders in Canada beneficially own less than 10 per cent of the outstanding securities of the class subject to the bid at the commencement of the bid.
3. The published market on which the greatest dollar volume of trading in securities of that class occurred during the 12 months immediately preceding the commencement of the bid was not in Canada.
4. Security holders in Ontario are entitled to participate in the bid on terms at least as favourable as the terms that apply to the general body of security holders of the same class. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exemption, fewer than 50 beneficial owners

101.5 Subject to section 101.6, an issuer bid is exempt from the formal bid requirements if both of the following conditions are satisfied:

1. The number of beneficial owners of securities of the class subject to the bid in Ontario is fewer than 50 and the securities held by them constitute, in aggregate, less than 2 per cent of the outstanding securities of that class.
2. Security holders in Ontario are entitled to participate in the bid on terms at least as favourable as the terms that apply to the general body of security holders of the same class. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Restriction, required disclosure

101.6 An issuer bid described in section 101.4 or 101.5 is not exempt from the formal bid requirements unless,

- (a) the information and documents specified by regulation are provided to security holders in Ontario in accordance with the regulations; and
- (b) the information specified by regulation about the bid is made public in accordance with the regulations. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

Exemption by regulation

101.7 An issuer bid is exempt from the formal bid requirements if it is exempted by the regulations. 2007, c. 7, Sched. 38, s. 8.

MULTILATERAL INSTRUMENT 62-104
TAKE-OVER BIDS AND ISSUER BIDS

TABLE OF CONTENTS

PART 1 DEFINITIONS AND INTERPRETATION

- 1.1 Definitions
- 1.2 Definitions for purposes of the Act
- 1.3 Affiliate
- 1.4 Control
- 1.5 Computation of time
- 1.6 Expiry of bid
- 1.7 Convertible securities
- 1.8 Deemed beneficial ownership
- 1.9 Acting jointly or in concert
- 1.10 Application to direct and indirect offers
- 1.11 Determination of market price

PART 2: BIDS

Division 1: Restrictions on Acquisitions or Sales

- 2.1 Definition of “offeror”
- 2.2 Restrictions on acquisitions during take-over bid
- 2.3 Restrictions on acquisitions during issuer bid
- 2.4 Restrictions on acquisitions before take-over bid
- 2.5 Restrictions on acquisitions after bid
- 2.6 Exception
- 2.7 Restrictions on sales during bid

Division 2: Making a Bid

- 2.8 Duty to make bid to all security holders
- 2.9 Commencement of bid
- 2.10 Offeror’s circular
- 2.11 Change in information
- 2.12 Variation of terms

- 2.13 Filing and sending notice of change or notice of variation
- 2.14 Change or variation in advertised take-over bid
- 2.15 Consent of expert – bid circular
- 2.16 Delivery and date of bid documents

Division 3: Offeree Issuer's Obligations

- 2.17 Duty to prepare and send directors' circular
- 2.18 Notice of change
- 2.19 Filing directors' circular or notice of change
- 2.20 Individual director's or officer's circular
- 2.21 Consent of expert – directors' circular/individual director's or officer's circular
- 2.22 Delivery and date of offeree issuer's documents

Division 4: Offeror's Obligations

- 2.23 Consideration
- 2.24 Prohibition against collateral agreements
- 2.25 Collateral agreements – exception
- 2.26 Proportionate take up and payment
- 2.27 Financing arrangements

Division 5: Bid Mechanics

- 2.28 Minimum deposit period
- 2.29 Prohibition on take up
- 2.30 Withdrawal of securities
- 2.31 Effect of market purchases
- 2.32 Obligation to take up and pay for deposited securities
- 2.33 Return of deposited securities
- 2.34 News release on expiry of bid

PART 3: GENERAL

- 3.1 Language of bid documents
- 3.2 Filing of documents
- 3.3 Certification of bid circulars
- 3.4 Obligation to provide security holder list

PART 4: EXEMPTIONS

Division 1: Exempt Take-Over Bids

- 4.1 Normal course purchase exemption
- 4.2 Private agreement exemption
- 4.3 Non-reporting issuer exemption
- 4.4 Foreign take-over bid exemption
- 4.5 De minimis exemption

Division 2: Exempt Issuer Bids

- 4.6 Issuer acquisition or redemption exemption
- 4.7 Employee, executive officer, director and consultant exemption
- 4.8 Normal course issuer bid exemptions
- 4.9 Non-reporting issuer exemption
- 4.10 Foreign issuer bid exemption
- 4.11 De minimis exemption

PART 5: REPORTS AND ANNOUNCEMENTS OF ACQUISITIONS

- 5.1 Definitions
- 5.2 Early warning
- 5.3 Acquisitions during bid
- 5.4 Duplicate news release not required
- 5.5 Copies of news release and report

PART 6: EXEMPTIONS

- 6.1 Exemption – general
- 6.2 Exemption – collateral benefit

PART 7: TRANSITION AND COMING INTO FORCE

- 7.1 Transition
- 7.2 Coming into force

FORMS

- [62-104F1 - Take-Over Bid Circular](#)
- [62-104F2 - Issuer Bid Circular](#)

- 62-104F3 - Directors' Circular
- 62-104F4 - Director's or Officer's Circular
- 62-104F5 - Notice of Change or Notice of Variation

MULTILATERAL INSTRUMENT 62-104
TAKE-OVER BIDS AND ISSUER BIDS

PART 1 DEFINITIONS AND INTERPRETATION

Definitions

1.1 In this Instrument,

“Act” means, in the jurisdiction, the statute referred to in Appendix B to National Instrument 14-101 *Definitions*;

“associate”, when used to indicate a relationship with a person, means

- (a) an issuer of which the person beneficially owns or controls, directly or indirectly, voting securities entitling the person to more than 10% of the voting rights attached to outstanding securities of the issuer,
- (b) any partner of the person,
- (c) any trust or estate in which the person has a substantial beneficial interest or in respect of which a person serves as trustee or in a similar capacity,
- (d) a relative of that person, including
 - (i) the spouse or, in Alberta, adult interdependent partner of that person, or
 - (ii) a relative of the person’s spouse or, in Alberta, adult interdependent partner

if the relative has the same home as that person;

“bid circular” means a bid circular prepared in accordance with section 2.10;

“business day” means a day other than a Saturday, a Sunday or a day that is a statutory holiday in the jurisdiction;

“class of securities” includes a series of a class of securities;

“consultant” has the same meaning as in National Instrument 45-106 *Prospectus and Registration Exemptions*;

“equity security” means a security of an issuer that carries a residual right to participate in the earnings of the issuer and, on liquidation or winding up of the issuer, in its assets;

“issuer bid” means an offer to acquire or redeem securities of an issuer made by the issuer to one or more persons, any of whom is in the local jurisdiction or whose last address as shown on the books of the offeree issuer is in the local jurisdiction, and also

includes an acquisition or redemption of securities of the issuer by the issuer from those persons, but does not include an offer to acquire or redeem, or an acquisition or redemption if

- (a) no valuable consideration is offered or paid by the issuer for the securities,
- (b) the offer to acquire or redeem, or the acquisition or redemption is a step in an amalgamation, merger, reorganization or arrangement that requires approval in a vote of security holders, or
- (c) the securities are debt securities that are not convertible into securities other than debt securities;

“offer to acquire” means

- (a) an offer to purchase, or a solicitation of an offer to sell, securities,
- (b) an acceptance of an offer to sell securities, whether or not the offer has been solicited, or
- (c) any combination of the above;

“offeree issuer” means an issuer whose securities are the subject of a take-over bid, an issuer bid or an offer to acquire;

“offeror” means, except in Division 1 of Part 2 of this Instrument, a person that makes a take-over bid, an issuer bid or an offer to acquire;

“offeror’s securities” means securities of an offeree issuer beneficially owned, or over which control or direction is exercised, on the date of an offer to acquire, by an offeror or any person acting jointly or in concert with the offeror;

“person” includes

- (a) an individual,
- (b) a corporation,
- (c) a partnership, trust, fund and an association, syndicate, organization or other organized group of persons, whether incorporated or not, and
- (d) an individual or other person in that person’s capacity as a trustee, executor, administrator or personal or other legal representative;

“published market” means, with respect to any class of securities, a market in Canada or outside of Canada on which the securities are traded, if the prices at which they have been traded on that market are regularly

- (a) disseminated electronically, or

- (b) published in a newspaper or business or financial publication of general and regular paid circulation;

“standard trading unit” means

- (a) 1,000 units of a security with a market price of less than \$0.10 per unit,
- (b) 500 units of a security with a market price of \$0.10 or more per unit and less than \$1.00 per unit, and
- (c) 100 units of a security with a market price of \$1.00 or more per unit;

“subsidiary” means an issuer that is controlled directly or indirectly by another issuer and includes a subsidiary of that subsidiary;

“take-over bid” means an offer to acquire outstanding voting securities or equity securities of a class made to one or more persons, any of whom is in the local jurisdiction or whose last address as shown on the books of the offeree issuer is in the local jurisdiction, where the securities subject to the offer to acquire, together with the offeror’s securities, constitute in the aggregate 20% or more of the outstanding securities of that class of securities at the date of the offer to acquire but does not include an offer to acquire if the offer to acquire is a step in an amalgamation, merger, reorganization or arrangement that requires approval in a vote of security holders.

Definitions for purposes of the Act

1.2 (1) Except in Saskatchewan, in the Act,

- (a) **“offer to acquire”** has the same meaning as in this Instrument, and
- (b) **“offeror”** has the same meaning as in section 1.1 of this Instrument.

(2) In the definition of **“issuer bid”** in the Act, the prescribed class of issuer bids is that set out in the definition of **“issuer bid”** in this Instrument.

(3) In the definition of **“take-over bid”** in the Act, the prescribed class of take-over bids is that set out in the definition of **“take-over bid”** in this Instrument.

Affiliate

1.3 In this Instrument, an issuer is an affiliate of another issuer if

- (a) one of them is the subsidiary of the other, or
- (b) each of them is controlled by the same person.

Control

1.4 In this Instrument, a person controls a second person if

- (a) the first person, directly or indirectly, beneficially owns or exercises control or direction over securities of the second person carrying votes which, if exercised, would entitle the first person to elect a majority of the directors of the second person, unless the first person holds the voting securities only to secure an obligation,
- (b) the second person is a partnership, other than a limited partnership, and the first person holds more than 50% of the interests of the partnership, or
- (c) the second person is a limited partnership and the general partner of the limited partnership is the first person.

Computation of time

1.5 In this Instrument, a period of days is to be computed as beginning on the day following the event that began the period and ending at 11:59 p.m. on the last day of the period if that day is a business day or at 11:59 p.m. on the next business day if the last day of the period does not fall on a business day.

Expiry of bid

1.6 A take-over bid or an issuer bid expires at the later of

- (a) the end of the period, including any extension, during which securities may be deposited under the bid, and
- (b) the time at which the offeror becomes obligated by the terms of the bid to take up or reject securities deposited under the bid.

Convertible securities

1.7 In this Instrument,

- (a) a security is deemed to be convertible into a security of another class if, whether or not on conditions, it is or may be convertible into or exchangeable for, or if it carries the right or obligation to acquire, a security of the other class, whether of the same or another issuer, and
- (b) a security that is convertible into a security of another class is deemed to be convertible into a security or securities of each class into which the second-mentioned security may be converted, either directly or through securities of one or more other classes of securities that are themselves convertible.

Deemed beneficial ownership

1.8(1) In this Instrument, in determining the beneficial ownership of securities of an offeror or of any person acting jointly or in concert with the offeror, at any given date, the offeror or the

(2) Despite subsection (1), an offeror may, before the expiry of a bid, make or enter into an agreement, commitment or understanding to sell securities that may be taken up by the offeror under the bid, after the expiry of the bid, if the intention to sell is disclosed in the bid circular.

(3) Subsection (1) does not apply to an offeror under an issuer bid in respect of the issue of securities under a dividend plan, dividend reinvestment plan, employee purchase plan or another similar plan.

Division 2: Making a Bid

Duty to make bid to all security holders

2.8 An offeror must make a take-over bid or an issuer bid to all holders of the class of securities subject to the bid who are in the local jurisdiction by sending the bid to

- (a) each holder of that class of securities whose last address as shown on the books of the offeree issuer is in the local jurisdiction, and
- (b) each holder of securities that, before the expiry of the deposit period referred to in the bid, are convertible into securities of that class, whose last address as shown on the books of the offeree issuer is in the local jurisdiction.

Commencement of bid

2.9(1) An offeror must commence a take-over bid by

- (a) publishing an advertisement containing a brief summary of the take-over bid in at least one major daily newspaper of general and regular paid circulation in the local jurisdiction in English, and in Québec in French or in French and English, or
- (b) sending the bid to security holders described in section 2.8.

(2) An offeror must commence an issuer bid by sending the bid to security holders described in section 2.8.

Offeror's circular

2.10 (1) An offeror making a take-over bid or an issuer bid must prepare and send, either as part of the bid or together with the bid, a take-over bid circular or an issuer bid circular, as the case may be, in the following form:

- (a) Form 62-104F1 Take-Over Bid Circular, for a take-over bid; or
- (b) Form 62-104F2 Issuer Bid Circular, for an issuer bid.

(2) An offeror commencing a take-over bid under paragraph 2.9(1)(a) must,

- (a) on or before the date of first publication of the advertisement,

Division 4: Offeror's Obligations

Consideration

2.23(1) If a take-over bid or an issuer bid is made, all holders of the same class of securities must be offered identical consideration.

(2) Subsection (1) does not prohibit an offeror from offering an identical choice of consideration to all holders of the same class of securities.

(3) If a variation in the terms of a take-over bid or an issuer bid before the expiry of the bid increases the value of the consideration offered for the securities subject to the bid, the offeror must pay that increased consideration to each person whose securities are taken up under the bid, whether or not the securities were taken up by the offeror before the variation of the bid.

Prohibition against collateral agreements

2.24 If a person makes or intends to make a take-over bid or an issuer bid, the person or any person acting jointly or in concert with that person must not enter into any collateral agreement, commitment or understanding that has the effect, directly or indirectly, of providing a security holder of the offeree issuer with consideration of greater value than that offered to the other security holders of the same class of securities.

Collateral agreements – exception

2.25(1) Section 2.24 does not apply to an employment compensation arrangement, severance arrangement or other employment benefit arrangement that provides

- (a) an enhancement of employee benefits resulting from participation by the security holder of the offeree issuer in a group plan, other than an incentive plan, for employees of a successor to the business of the offeree issuer, if the benefits provided by the group plan are generally provided to employees of the successor to the business of the offeree issuer who hold positions of a similar nature to the position held by the security holder, or
- (b) a benefit not described in paragraph (a) that is received solely in connection with the security holder's services as an employee, director or consultant of the offeree issuer, of an affiliated entity of the offeree issuer, or of a successor to the business of the offeree issuer, if
 - (i) at the time the bid is publicly announced, the security holder and its associates beneficially own or exercise control or direction over less than 1% of the outstanding securities of each class of securities of the offeree issuer subject to the bid, or
 - (ii) an independent committee of directors of the offeree issuer, acting in good faith, has determined that

(2) Subsection (1) does not prohibit an offeror from acquiring securities under the terms of an issuer bid that, if not acquired, would constitute less than a standard trading unit for the security holder.

(3) Subsection (1) does not apply to securities deposited under the terms of an issuer bid by security holders who

- (a) are entitled to elect a minimum price per security, within a range of prices, at which they are willing to sell their securities under the bid, and
- (b) elect a minimum price which is higher than the price that the offeror pays for securities under the bid.

(4) For the purposes of subsection (1), any securities acquired in a pre-bid transaction to which subsection 2.4(1) applies are deemed to have been deposited under the take-over bid by the person who was the seller in the pre-bid transaction.

Financing arrangements

2.27 (1) If a take-over bid or an issuer bid provides that the consideration for the securities deposited under the bid is to be paid in cash or partly in cash, the offeror must make adequate arrangements before the bid to ensure that the required funds are available to make full payment for the securities that the offeror has offered to acquire.

(2) The financing arrangements required to be made under subsection (1) may be subject to conditions if, at the time the take-over bid or the issuer bid is commenced, the offeror reasonably believes the possibility to be remote that, if the conditions of the bid are satisfied or waived, the offeror will be unable to pay for the securities deposited under the bid due to a financing condition not being satisfied.

Division 5: Bid Mechanics

Minimum deposit period

2.28 An offeror must allow securities to be deposited under a take-over bid or an issuer bid for at least 35 days from the date of the bid.

Prohibition on take up

2.29 An offeror must not take up securities deposited under a take-over bid or an issuer bid until the expiration of 35 days from the date of the bid.

Withdrawal of securities

2.30 (1) A security holder may withdraw securities deposited under a take-over bid or an issuer bid

- (a) at any time before the securities have been taken up by the offeror,



Text only

Print

TSX Company Manual

Part I Introduction

The requirements set by the Exchange relating to listed companies are a part of a substantial body of law and custom that, over the years, has evolved to ensure a fair and orderly market for listed securities. The Manual has been designed to provide a detailed and well-indexed compendium of these requirements.

The Exchange plays an important role in assisting in the recruitment of capital and in the maintenance of an effective secondary market for relatively new enterprises, as well as for established companies. Exchange listings range from junior mining, oil, gas and industrial issues to mature international companies. To accommodate companies with such a diversity of activity and size, while at the same time ensuring that certain basic standards are met, the Exchange maintains listing requirements for the various types of companies which list on the Exchange.

Organization of the Manual

In this Manual, for the purposes of clarity and convenience, the Exchange requirements that apply to special cases, such as junior companies, have been clearly separated from the general listing requirements. The Manual also segregates, in one part, all procedures and requirements applying at the time of listing, while requirements for the maintenance of a listing are brought together in other parts of the Manual.

Company executives contemplating the possibility of listing the securities of their company on a stock exchange must inevitably weigh the advantages of such a course of action for the company and its security holders. The Exchange is frequently asked about the benefits to be derived from a listing on the TSX. Part of the reply to this question relates to the variety of the scope of services provided by the Exchange and its participating organizations.

Part III of the Manual deals with the requirements and procedures relating to a new listing. The remainder of the Manual is concerned with matters with which listed companies need to be familiar in order to maintain their listing on the Exchange.

Special Circumstances

The listing requirements of the Exchange are comprehensive, and relevant to most situations. Yet, because of rapid structural changes in business and the breadth and complexity of the activities of listed companies, circumstances could arise where explicit guidance may not be found in the Manual. In those instances where a particular corporate situation is unique, and where no specific rules relating to such a situation can be found, companies are expected to adhere to the spirit of the Exchange's listing requirements.

Interpretation

In this Manual,

"**affiliates**" has the same meaning as "affiliated companies" as found in the OSA and also includes those issuers that are similarly related, whether or not any of the issuers are corporations, companies, partnerships, limited partnerships, trusts, income trusts or investment trusts or any other organized entity issuing securities;

"**associate**" has the same meaning as found in the OSA;

"**board lot**" means 100 securities having a market value of \$1.00 per security or greater; 500 securities having a market value of less than \$1.00 and not less than 10¢ per security; or 1,000 securities having a market value of less than 10¢ per security;

"**class**" includes a series of a class of shares;

"**Common Securities**" means, for the purposes of Section 624, Residual Equity Securities that are fully franchised, in that the holder of each such security has a right to vote each security in all circumstances calling for a vote under the applicable corporate or governing legislation, irrespective of the number of securities owned, that is not less, on a per security basis, than the right to vote attaching to any other security of an outstanding class of securities of the listed issuer;

"**company**" has the same meaning as found in the OSA and also includes a trust, partnership or other form of business organization;

"**convertible security**" means a security that, by its terms, is convertible into or exchangeable for listed securities, but does not include warrants or other securities that are exercisable for, or carry a right to purchase or cause the purchase of listed securities for additional consideration;

"**CSA**" means the Canadian Securities Administrators;

"equity security" includes a participating share and, except for the purposes of [Appendix F](#), a nonparticipating share;

"escrowed funds" means the funds placed in trust or escrow as required under [Section 1010](#);

"Exchange" or "TSX" means Toronto Stock Exchange;

"founding securities" means securities in the SPAC held by the founding securityholders, excluding any purchased by founding securityholders under the IPO prospectus, on the secondary market or under a rights offering by the SPAC;

"founding securityholders" means insiders and equity securityholders of a SPAC prior to the completion of the IPO who continue to be insiders or equity securityholders, as the case may be, immediately after the IPO;

"insider" has the same meaning as found in the OSA and also includes associates and affiliates of the insider; and "issuances to insiders" includes direct and indirect issuances to insiders;

"IPO" means an initial public offering;

"IPO prospectus" means the final prospectus for the initial public offering of the SPAC;

"issuer" means a corporation, company, partnership, limited partnership, trust, income trust or investment trust or any other organized entity issuing securities;

"listed issuer" means any issuer having securities listed on TSX;

"listed security" or "listed securities" means a security or securities listed on TSX;

"listing application" means an application for the original listing on the Exchange in the form found in [Appendix A](#) of the Manual;

"Manual" means the TSX Company Manual;

"market price" means the VWAP on TSX, or another stock exchange where the majority of the trading volume and value of the listed securities occurs, for the five trading days immediately preceding the relevant date. In certain exceptional circumstances, the five day VWAP may not accurately reflect the securities' current market price, and TSX may adjust the VWAP based on relevant factors including liquidity, trading activity immediately before, during or immediately after the relevant period or any material events, changes or announcements occurring immediately before, during or immediately after the relevant period. Market price is as at the date: (a) provided for in the binding agreement obligating the issuer to issue the securities (either the date of the binding agreement or some future date); or (b) the date the [Section 607\(e\) Form 11A](#) notice is received by TSX, requesting price protection. TSX will accept a signed term sheet, engagement letter, letter of intent, agency agreement, underwriting agreement or other similar agreement as the binding agreement. If the listed securities are suspended from trading or have not traded on TSX or another stock exchange for an extended period of time, the market price will be the fair market value of the listed securities as determined by the listed issuer's board of directors;

"Market Surveillance" means the Market Surveillance Department of the Investment Industry Regulatory Organization of Canada.

"materially affect control" means the ability of any security holder or combination of security holders acting together to influence the outcome of a vote of security holders, including the ability to block significant transactions. Such an ability will be affected by the circumstances of a particular case, including the presence or absence of other large security holdings, the pattern of voting behaviour by other holders at previous security holder meetings and the distribution of the voting securities. A transaction that results, or could result, in a new holding of more than 20% of the voting securities by one security holder or combination of security holders acting together will be considered to materially affect control, unless the circumstances indicate otherwise. Transactions resulting in a new holding of less than 20% of the voting securities may also materially affect control, depending on the circumstances outlined above;

"NCIB" means normal course issuer bid;

"Non-Voting Securities" means, for the purposes of [Section 624](#), Restricted Securities which do not carry the right to vote at security holders' meetings except for a right to vote in certain limited circumstances (e.g. to elect a limited number of directors or to vote in circumstances where the applicable corporate legislation provides the right to vote for securities which are otherwise non-voting);

"OSA" means the *Securities Act* of the Province of Ontario as amended from time to time, the regulations and policies thereunder and any replacement legislation;

"OSC" means the Ontario Securities Commission;

"participating organization" means any person granted access to TSX's trading system in accordance with Part 2 of TSX's trading rules provided such access has not been terminated or suspended;

"participating security" or "participating share" means a security that carries a residual right to participate in the earnings of a company and in its assets upon liquidation or winding up but, unless otherwise stated, does not include a security that only carries such residual right if converted into, or otherwise used to acquire, another security;

"permitted investments" means investments in the following: cash or in book based securities, negotiable instruments, investments or securities which evidence: (i) obligations issued or fully guaranteed by the Government of Canada, the Government of the United States of America or any Province of Canada or State of the United States of America; (ii) demand

deposits, term deposits or certificates of deposit of banks listed Schedule I or Schedule III of the Bank Act (Canada), which have an approved credit rating by an approved credit rating organization (as defined under National Instrument 45-106 - Prospectus and Registration Exemptions); (iii) commercial paper directly issued by Schedule I or Schedule III Banks which have an approved credit rating by an approved credit rating organization (as defined under National Instrument 45-106 - Prospectus and Registration Exemptions); or (iv) call loans to and notes or bankers' acceptances issued or accepted by any depository institution described in (ii) above;

"**person**" has the same meaning as found in the OSA;

"**Preference Securities**" means, for the purposes of [Section 624](#), securities to which there is attached a genuine and non-specious preference or right over any class of Residual Equity Securities of the listed issuer;

"**principal regulator**" means the issuer's principal regulator determined in accordance with Multilateral Instrument 11-102 - Passport System;

"**public holder**" of securities of a company means a security holder who is not a director or officer of the company and who does not own or control, directly or indirectly, securities carrying more than 10% of the votes attached to all of the outstanding voting securities of the company;

"**publicly held**" securities means securities held by public holders;

"**qualifying acquisition**" means the acquisition of assets or one or more businesses by a SPAC which result in the issuer meeting the Exchange's original listing requirements set out in [Part III](#) of the Manual;

"**related party**" has the same meaning as found in the OSA;

"**Residual Equity Securities**" means, for the purposes of [Section 624](#), securities which have a residual right to share in the earnings of the listed issuer and in its assets upon liquidation or winding up;

"**Restricted Securities**" means, for the purposes of [Section 624](#), Residual Equity Securities which are not Common Securities;

"**Restricted Voting Securities**" means, for the purposes of [Section 624](#), Restricted Securities which carry a right to vote which is subject to some limit or restriction on the number or percentage of securities which may be voted by a person or company or group of persons or companies (except where the restriction or limit is applicable only to persons or companies who are not Canadians or residents of Canada);

"**SecureFile**" means TSX SecureFile, the secure web-based filing system that enables listed issuers to file reporting forms and other documents to TSX;

"**security**" or "**securities**" has the same meaning as found in the OSA, and is used interchangeably with "share" or "shares";

"**share**" has the same meaning as security and also includes an equity interest in a trust, partnership or other form of business organization;

"**SPAC**" means a special purpose acquisition corporation;

"**Subordinate Voting Securities**" means, for the purposes of [Section 624](#), Restricted Securities, which carry a right to vote at security holders' meetings but another class of securities of the same listed securities carries a greater right to vote, on a per security basis;

"**TSX**" or "**Exchange**" means the Toronto Stock Exchange; and

"**VWAP**" means the volume weighted average trading price of the listed securities, calculated by dividing the total value by the total volume of securities traded for the relevant period. Where appropriate, TSX may exclude internal crosses and certain other special terms trades from the calculation.

Part II Why List on the Toronto Stock Exchange?

Part II has been repealed and deleted.

Part III Original Listing Requirements

A. General

Sec. 301.

To secure a listing of its securities on the Toronto Stock Exchange, a company that does not already have securities listed on the Exchange must complete a Listing Application form which, together with supporting data, must demonstrate that the company is able to meet the minimum listing requirements of the Exchange. The company must also sign a Listing Agreement to formally place on record the company's commitment to comply with Exchange requirements for the continuance of its listing.

Sec. 302.

Companies applying for listing on the Exchange must be able to show evidence of a successful operation, or, where the company is relatively new and its business record is limited, there must be other evidence of management experience and expertise. In all cases, the quality of management of an applicant company shall be an important factor in the consideration of a

- (b) The reclassification will normally become effective for trading purposes at the opening of business two or three trading days after the later of the date upon which all required documents are received by TSX and the date the Letters of Transmittal are mailed to the security holders.

G. Supplemental Listings

Sec. 623.

- (a) A listed issuer proposing to list securities of a class not already listed should apply for the listing by letter addressed to TSX. The letter must be accompanied by one copy of the preliminary prospectus or, if applicable, the draft circular describing the provisions attaching to the securities.
- (b) If TSX conditionally approves the listing of the securities, this fact may be disclosed in the final prospectus, or in other documents, in accordance with [Section 346](#), and TSX will so advise the securities commissions.
- (c) The minimum public distribution requirements for a supplemental listing are the same as the minimum requirements for original listing as set out in [Section 310](#). However, TSX will give consideration to listing nonparticipating preferred securities that do not meet these requirements if the market value of such securities outstanding is at least \$2,000,000 and:
- i) if the securities are convertible into participating securities, such participating securities are listed on TSX and meet the minimum public distribution requirements for original listing; or
 - ii) if the securities are not convertible into participating securities, the listed issuer is exempt from [Section 501](#).
- (d) The following documents must be filed with TSX within 90 days of TSX's conditional acceptance of the supplemental listing (or within such later time as TSX may stipulate):
- i) a notarial or certified copy of the resolution of the board of directors of the listed issuer authoring the application to list the securities;
 - ii) a notarial or certified copy of the Certificate of Amendment, or equivalent document, giving effect to the creation of the securities;
 - iii) one commercial copy of the final prospectus, or other offering document, if applicable;
 - iv) an opinion of counsel that the securities to be listed have been validly created in accordance with applicable law and that the securities are validly issued as fully paid and non-assessable;
 - v) a definitive specimen of the security certificate;
 - vi) a copy of the written notice from The Canadian Depository for Securities Limited disclosing the CUSIP number assigned to the securities (see [Section 341](#));
 - vii) one completed copy of the Statement Showing Number of Shareholders form ([Appendix D](#)) or, in the case of a prospectus underwriting, a certificate from the underwriter confirming that the securities have been distributed to at least 300 public board lot holders (unless TSX waives this requirement); and
 - viii) the supplemental listing fee (see [Part VIII](#)).
- (e) In the case of the listing of securities being offered to the public, the listing may take place prior to the closing of the offering, at the listed issuer's request. TSX staff will advise the listed issuer of the requirements in this regard. Any trading that takes place prior to closing will be on an "if as and when issued" basis.

H. Restricted Securities

Sec. 624.

- (a) Except as otherwise provided in this Section 624, TSX's requirements respecting the listing of Restricted Securities (as defined in [Part I](#)) are applicable to all listed issuers having Restricted Securities listed on TSX, regardless of when the securities were listed. This Section needs to be read as a whole and in conjunction with OSC Rule 56-501. One of the principal objectives of this Section 624 is to alert investors of the fact that there are differences in the voting powers attached to the different securities of an issuer. This Section applies to non-incorporated entities to the extent applicable to ensure that the objective of this Section is met.
- (b) For the purposes of this Section 624, all capitalized terms not otherwise defined are defined in [Part I](#) of this Manual.
- (c) The legal designation of a class of securities, which shall be set out in the constating documents of the listed issuer and which shall appear on all security certificates representing such securities, shall, except where the securities are Preference Securities and are legally designated as such, include the words:
- i) "subordinate voting" if the securities are Subordinate Voting Securities;
 - ii) "non-voting" if the securities are Non-Voting Securities;
 - iii) "restricted voting" if the securities are Restricted Voting Securities;

or such other appropriate term as TSX may approve from time to time.

- (d) TSX will abbreviate the above designations for Restricted Securities in certain publications of TSX and will identify Restricted Securities in the quotations prepared for the financial press with a code. Brief explanations of the abbreviation or code, as determined by TSX from time to time, will appear as a footnote in such publications and quotations.
- (e) A class of securities may not include the word "common" in its legal designation unless such securities are Common Securities.
- (f) A class of securities may not be designated as "preference" or "preferred" unless, in the opinion of TSX, there is attached thereto a genuine and non-specious right or preference. Whether a class of securities has attached thereto a genuine and non-specious right or preference is a question of fact to be determined by examining all of the relevant circumstances.
- (g) TSX may, subject to such terms and conditions as it may impose:
 - i) exempt a listed issuer from the designation requirements of Subsections 624(c), (d), (e) and (f);
 - ii) permit or require the use by a listed issuer, in respect of any class of securities, of a designation other than set forth in Subsections 624(c), (d), (e) and (f); and
 - iii) deem a class of securities to be NonVoting, Subordinate Voting, or Restricted Voting Securities and require a listed issuer to designate such securities in a manner satisfactory to TSX notwithstanding that such securities do not fall within the applicable definition set out in Part I.

In exercising its discretion, TSX will be guided by the public interest and the principles of disclosure underlying this Section 624.

- (h) Every listed issuer shall give notice of security holders' meetings to holders of Restricted Securities and permit the holders of such securities to attend, in person or by proxy, and to speak at all security holders' meetings to the extent that a holder of Voting Securities of that listed issuer would be entitled to attend and to speak at security holders' meetings. The notice shall be sent to holders of Restricted Securities at least 21 days in advance of the meeting. Issuers applying for listing, whether by way of an original listing application or notice of a capital reorganization, shall include such rights in their charter documents.
- (i) Every listed issuer whose Restricted Securities are listed on TSX shall describe the voting rights, or lack thereof of all Residual Equity Securities of the listed issuer in all documents, other than financial statements, sent to security holders and filed with TSX. Such documents include, but are not limited to, information circulars, proxy statements and directors' circulars.
- (j) Unless exempted by TSX, every listed issuer shall send concurrently to all holders of Residual Equity Securities all informational documents required by applicable law or TSX requirements to be sent to holders of Voting Securities, or voluntarily sent to holders of Voting Securities in connection with a specific meeting of security holders. Such documents would include, but not be limited to, information circulars, notices of meeting, annual reports and financial statements.
- (k) Where TSX requirements contemplate security holder approval, TSX may, in its discretion, require that such approval be given at a meeting at which holders of Restricted Securities are entitled to vote with the holders of any class of securities of the listed issuer which otherwise carry greater voting rights, on a basis proportionate to their respective residual equity interests in the listed issuer. See, for example, Sections 613 and 626.
- (l) TSX will not accept for listing classes of Restricted Securities that do not have takeover protective provisions ("coattails") meeting the criteria below. The actual wording of a coattail is the responsibility of the listed issuer and must be pre-cleared with TSX.
 - 1. If there is a published market for the Common Securities, the coattails must provide that if there is an offer to purchase Common Securities that must, by reason of applicable securities legislation or the requirements of a stock exchange on which the Common Securities are listed, be made to all or substantially all holders of Common Securities who are in a province of Canada to which the requirement applies, the holders of Restricted Securities will be given the opportunity to participate in the offer through a right of conversion, unless:
 - i) an identical offer (in terms of price per security and percentage of outstanding securities to be taken up exclusive of securities owned immediately prior to the offer by the offeror, or associates or affiliates of the offeror, and in all other material respects) concurrently is made to purchase Restricted Securities, which identical offer has no condition attached other than the right not to take up and pay for securities tendered if no securities are purchased pursuant to the offer for Common Securities; or
 - ii) less than 50% of the Common Securities outstanding immediately prior to the offer, other than Common Securities owned by the offeror, or associates or affiliates of the offeror, are deposited pursuant to the offer.
 - 2. If there is no published market for the Common Securities, the holders of at least 80% of the outstanding Common Securities will be required to enter into an agreement with a trustee for the benefit of the holders of Restricted Securities from time to time, which agreement will have the effect of preventing transactions that would deprive the holders of Restricted Securities of rights under applicable take-over bid legislation to which they would have been entitled in the event of a take-over bid if the Common Securities had been Restricted Securities.

Where there is a material difference between the equity interests of the Common Securities and Restricted Securities, or in other special circumstances, TSX may permit or require appropriate modifications to the above

criteria.

The criteria are designed to ensure that the fact that Common Securities are not of the same class as Restricted Securities will not prevent the holders of Restricted Securities from participating in a take-over bid on an equal footing with the holders of Common Securities. If, in the face of these coattails, a take-over bid is structured in such a way as to defeat this objective, TSX may take disciplinary measures against any person or company or listed issuer under the jurisdiction of TSX who is involved, directly or indirectly, in the making of the bid. TSX may also seek intervention from regulators in appropriate cases.

Where a listed issuer has an outstanding class of securities that carry more than one vote per security but are not Common Securities, coattails will be considered on an individual basis. Coattails may also be required by TSX in the case of a listed issuer that has more than one outstanding class of voting securities but no securities that fall within the definition of Restricted Securities.

This Subsection 624(l) does not apply to classes of Restricted Securities that were listed on TSX prior to August 1, 1987, but if any listed issuer proposes to remove, add or change coattails attaching to such listed Restricted Securities, the proposal must be pre-cleared by TSX and must comply with this Section 624. Subsection 624(l) will apply to any new class of Restricted Securities applied for listing by a listed issuer having securities listed on TSX prior to August 1, 1987.

- (m) TSX will not consent to the issuance by a listed issuer of any securities that have voting rights greater than those of the securities of any class of listed voting securities of the listed issuer, unless the issuance is by way of a distribution to all holders of the listed issuer's voting Residual Equity Securities on a pro rata basis.

For this purpose, the voting rights of different classes of securities will be compared on the basis of the relationship between the voting power and the equity for each class. For example, Class B Shares will be considered to have greater voting rights than Class A Shares if:

- i) the shares of the two classes have similar rights to participate in the earnings and assets of the company, but the Class B Shares have a greater number of votes per share; or
- ii) the two classes have the same number of votes per share, but it is proposed that Class B Shares will be issued at a price per share significantly lower than the market price per share of the Class A Shares.

This prohibition relates only to differences in voting rights attaching to securities of separate classes. It does not apply to an issuance of securities that reduces the collective voting power of the other outstanding securities of the same class without affecting the voting power of any other outstanding class, although other TSX policies may be applicable in this case. It also does not apply to a stock split of all of a listed issuer's outstanding Residual Equity Securities (or a stock dividend that has the same effect) if the stock split does not change the ratio of outstanding Restricted Securities to Common Securities.

TSX generally will exempt listed issuers from this Subsection 624(m) in the case of an issuance of multiple voting securities that would maintain (but not increase) the percentage voting position of a holder of multiple voting securities, subject to any conditions TSX may consider desirable in any particular case. One condition will be minority approval of security holders, as defined in Subsection 624(n) unless the legal right of the holder of multiple voting securities to maintain its voting percentage has been established and publicly disclosed prior to the later of November 6, 1989 and the time the listed issuer was first listed on TSX.

This Subsection 624(m) is intended to prevent transactions which would reduce the voting power of existing security holders through the use of securities carrying multiple voting rights. This result would normally be accomplished by way of an issuance of multiple voting securities. However, it is possible to arrive at the same result by means of mechanisms that are not technically "security issuances" such as amendments to security conditions, amalgamations and plans of arrangement. TSX may object to and/or impose such conditions, which it may consider desirable on any transaction that would result in voting dilution similar to that which would be brought about by the issuance of multiple voting security, even if no security issuance is involved.

A pro rata distribution to security holders that creates or affects Restricted Securities must be subject to minority approval of security holders as described in Subsection 624(n).

- (n) TSX will not consent to a capital reorganization or pro rata distribution of securities to security holders of a listed issuer, which would have the effect of creating a class of Restricted Securities or changing the ratio of outstanding Restricted Securities to Common Securities, unless the proposal receives minority approval. For this purpose, minority approval means approval given by a majority of the votes cast at a security holders' meeting called to consider the proposal, other than votes attaching to securities beneficially owned by:

- i) any person or company that beneficially owns, directly or indirectly, securities carrying more than 20% of the votes attaching to all outstanding voting securities of the listed issuer;
- ii) any associate, affiliate or insider (each as defined in the OSA) of any person or company excluded by virtue of i);
- iii) any person or company excluded by virtue of OSC Rule 56-501; and
- iv) if i) and ii) are both inapplicable, all directors and officers of the listed issuer and their associates (as defined in the OSA).

TSX may require that persons or companies not specified above be excluded from a particular minority security holder vote if this is considered necessary to ensure that the objectives behind this Subsection 624(n) are not defeated.

A transaction generally will only be regarded as a "capital reorganization" for the purposes of the minority approval requirement if it involves a subdivision or conversion of one or more classes of Residual Equity Securities or if it has an effect similar to a pro rata distribution to holders of one or more classes of Residual Equity Securities. If a proposed capital reorganization would reduce the voting power of the existing security holders through the use of securities carrying multiple voting rights, TSX may regard the proposed reorganization as equivalent, in substance, to the type of security issuance that is prohibited by Subsection 624(m). This could be the case, for example, where the reorganization would not treat all holders of Residual Equity Securities in an identical fashion. In this case, TSX may not consent to the reorganization even with minority approval.

An issuance of Restricted Securities in the form of a stock dividend paid in the ordinary course will be exempted from the minority approval requirement. For this purpose, stock dividends generally will be regarded as being paid in the ordinary course if the aggregate of such dividends over any one-year period does not increase the number of outstanding Residual Equity Securities of the listed issuer by more than 10%.

- (o) TSX may, where it determines that it is in the public interest to do so, exempt a listed issuer from compliance with this Section 624 or any requirement thereof subject to such terms and conditions as TSX may impose. In special circumstances, TSX may also set requirements or restrictions in addition to those set out in this Section 624 having regard to the public interest and the principles underlying this Section 624.

I. Redemptions of Listed Securities

Sec. 625.

- (a) Where a listed issuer proposes to redeem, or partially redeem, listed securities, one copy of the notice of redemption must be filed with TSX concurrently with the sending of the notices to the security holders, but in any event no later than seven trading days prior to the redemption date. For a full redemption of a listed class of securities, such securities will normally be delisted from TSX at the close of business on the redemption date. For a partial redemption, listed securities must be redeemed on a pro rata basis, TSX will not accept notice of a partial redemption of listed securities by lot.
- (b) Where a listed issuer redeems or partially redeems securities which were convertible into listed securities, the listed issuer must advise TSX, as soon as possible after the redemption date, of the number of securities which were authorized for issuance for potential conversion of the redeemed securities but were not in fact issued. TSX will adjust its listing records accordingly.

J. Backdoor Listings

Sec. 626.

- (a) A "backdoor listing" occurs when an issuance of securities of a listed issuer results, directly or indirectly, in the acquisition of the listed issuer by an unlisted issuer with an accompanying change in effective control of the listed issuer. A transaction giving rise to a backdoor listing may take one of a number of forms, including an issuance of securities for assets, an amalgamation or a merger. Transactions will normally be regarded as backdoor listings if they will, or could result in the security holders of the listed issuer owning less than 50% of the securities or voting power of the resulting issuer, with an accompanying change in effective control of the listed issuer.

Any securities issued or issuable upon a concurrent private placement upon which the backdoor listing is contingent or otherwise linked will be included in determining if the backdoor listing results in the security holders of the listed issuer owning less than 50% of the securities or voting power of the resulting company, with an accompanying change in effective control of the listed issuer.

- (b) Subject to Subsection 626(c), where TSX determines that a transaction is a backdoor listing, the approval procedure is similar to that of an original listing application. Generally, the listed issuer resulting from the transaction must meet the original listing requirements of TSX. TSX will also approve the transaction where the unlisted entity meets the original listing requirements of TSX (except for the public distribution requirements) and the entity resulting from the transaction:
- i) meets the public distribution requirements for original listing;
 - ii) (would appear to have a substantially improved financial condition as compared to the listed issuer; and
 - iii) has adequate working capital to carry on the business.
- (c) The transaction must be approved by the security holders of the listed issuer's participating securities at a meeting prior to completion of the transaction. For this purpose, holders of Restricted Securities, as defined in [Part I](#), must be entitled to vote with the holders of any class of securities of the listed issuer which otherwise carry greater voting rights, on a basis proportionate to their respective residual equity interests in the issuer.

TSX's approval of a backdoor listing must be obtained before the transaction is submitted to security holders for approval. If this is impracticable, the information circular sent to security holders must include a statement that the proposed transaction is subject to the acceptance of TSX. TSX will require the listed issuer to file a draft of the information circular with TSX for review before the sending of the circular to the security holders.

K. Take-over Bids and Issuer Bids

Sec. 627.

- (a) Where a take-over bid or issuer bid is made for securities of a listed issuer, it is the responsibility of the target issuer to ensure that one copy of the offering circular, directors' circular and all other materials sent to the security holders in connection with the bid are filed with TSX either concurrently with the sending of materials to the security holders or as quickly as possible thereafter.

TSX must be advised as soon as possible of any amendments to the terms of the bid, in order for TSX to have sufficient time to establish appropriate trading and settlement rules.

- (b) The rules for take-over bids and issuer bids, and exemptions for same, are prescribed by securities legislation and, in some cases, corporate legislation. See, for example, Part XX of the OSA.

Any purchase through the facilities of TSX that is a take-over bid, as defined in applicable securities legislation of a Canadian jurisdiction, must be carried out in accordance with the terms of the exemption in Section 100 of the OSA, regardless of the location of the seller.

L. Normal Course Issuer Bids

Sec. 628. General.

- (a) In Sections 628, 629, 629.1 and 629.2:

- (i) **"average daily trading volume"** or **"ADTV"** means the trading volume on TSX for the most recently completed six calendar months preceding the date of acceptance of the notice of normal course issuer bid by TSX, excluding any purchases made by the listed issuer through the facilities of TSX under its normal course issuer bid during such six months, divided by the number of trading days for the relevant six months. In the case of listed securities which have been listed on TSX for a period of less than six months, the ADTV for such securities shall be based on the period since the date of listing, but must be at least four weeks preceding the date of acceptance of the notice of normal course issuer bid by TSX;

- (ii) **"block"** means a quantity of securities that either:

- (a) has a purchase price of \$200,000 or more; or
- (b) is at least 5,000 securities and has a purchase price of at least \$50,000; or
- (c) is at least 20 board lots of the security and total 150% or more of the ADTV for that security;

and are not owned, directly or indirectly, by an insider of the listed issuer;

- (iii) **"broker"** means the participating organization designated by the listed issuer to make all purchases of listed securities for the purposes of the normal course issuer bid;

- (iv) **"circular bid"** means a formal take-over bid or a formal issuer bid made in compliance with the requirements of Part XX of the OSA;

- (v) **"debt substantial issuer bid"** means an issuer bid, other than a normal course issuer bid, for debt securities that are not convertible into securities other than debt securities;

- (vi) **"insider"** has the same definition found in Section 601 of this Manual;

- (vii) **"investment fund"** has the same definition found in National Instrument 51-102 *Continuous Disclosure Obligations*;

- (viii) **"issuer bid"** means an offer, made through the facilities of TSX, to acquire listed securities made by or on behalf of a listed issuer for securities issued by that listed issuer, unless:

- (a) the securities are purchased or otherwise acquired in accordance with the terms and conditions attaching thereto that permit the purchase or acquisition of the securities by the issuer without the prior agreement of the owners of the securities, or where the securities are purchased to meet sinking fund or purchase fund requirements;
- (b) the purchase or other acquisition is required by the instrument creating or governing the class of securities or by the statute under which the issuer was incorporated, organized or continued; or
- (c) the securities carry with them or are accompanied by a right of the owner of the securities to require the issuer to repurchase the securities and the securities are acquired pursuant to the exercise of such right;

- (ix) **"normal course issuer bid"** means an issuer bid by a listed issuer to acquire its listed securities where the purchases:

- (a) if the issuer is not an investment fund, do not, when aggregated with all other purchases by the listed issuer during the same trading day, aggregate more than the greater of: (i) 25% of the average daily trading volume of the listed securities of that class; and (ii) 1,000 securities;

DIRECTIVE 2004/25/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL
of 21 April 2004
on takeover bids
(Text with EEA relevance)

THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION,

Having regard to the Treaty establishing the European Community, and in particular Article 44(1) thereof,

Having regard to the proposal from the Commission ⁽¹⁾,

Having regard to the opinion of the European Economic and Social Committee ⁽²⁾,

Acting in accordance with the procedure laid down in Article 251 of the Treaty ⁽³⁾,

Whereas:

- (1) In accordance with Article 44(2)(g) of the Treaty, it is necessary to coordinate certain safeguards which, for the protection of the interests of members and others, Member States require of companies governed by the law of a Member State the securities of which are admitted to trading on a regulated market in a Member State, with a view to making such safeguards equivalent throughout the Community.
- (2) It is necessary to protect the interests of holders of the securities of companies governed by the law of a Member State when those companies are the subject of takeover bids or of changes of control and at least some of their securities are admitted to trading on a regulated market in a Member State.
- (3) It is necessary to create Community-wide clarity and transparency in respect of legal issues to be settled in the event of takeover bids and to prevent patterns of corporate restructuring within the Community from being distorted by arbitrary differences in governance and management cultures.
- (4) In view of the public-interest purposes served by the central banks of the Member States, it seems inconceivable that they should be the targets of takeover bids. Since, for historical reasons, the securities of some of those central banks are listed on regulated markets in Member States, it is necessary to exclude them explicitly from the scope of this Directive.
- (5) Each Member State should designate an authority or authorities to supervise those aspects of bids that are

governed by this Directive and to ensure that parties to takeover bids comply with the rules made pursuant to this Directive. All those authorities should cooperate with one another.

- (6) In order to be effective, takeover regulation should be flexible and capable of dealing with new circumstances as they arise and should accordingly provide for the possibility of exceptions and derogations. However, in applying any rules or exceptions laid down or in granting any derogations, supervisory authorities should respect certain general principles.
- (7) Self-regulatory bodies should be able to exercise supervision.
- (8) In accordance with general principles of Community law, and in particular the right to a fair hearing, decisions of a supervisory authority should in appropriate circumstances be susceptible to review by an independent court or tribunal. However, Member States should be left to determine whether rights are to be made available which may be asserted in administrative or judicial proceedings, either in proceedings against a supervisory authority or in proceedings between parties to a bid.
- (9) Member States should take the necessary steps to protect the holders of securities, in particular those with minority holdings, when control of their companies has been acquired. The Member States should ensure such protection by obliging the person who has acquired control of a company to make an offer to all the holders of that company's securities for all of their holdings at an equitable price in accordance with a common definition. Member States should be free to establish further instruments for the protection of the interests of the holders of securities, such as the obligation to make a partial bid where the offeror does not acquire control of the company or the obligation to announce a bid at the same time as control of the company is acquired.
- (10) The obligation to make a bid to all the holders of securities should not apply to those controlling holdings already in existence on the date on which the national legislation transposing this Directive enters into force.
- (11) The obligation to launch a bid should not apply in the case of the acquisition of securities which do not carry the right to vote at ordinary general meetings of shareholders. Member States should, however, be able to provide that the obligation to make a bid to all the holders of securities

⁽¹⁾ OJ C 45 E, 25.2.2003, p. 1.

⁽²⁾ OJ C 208, 3.9.2003, p. 55.

⁽³⁾ Opinion of the European Parliament of 16 December 2003 (not yet published in the Official Journal) and Council decision of 30 March 2004.

relates not only to securities carrying voting rights but also to securities which carry voting rights only in specific circumstances or which do not carry voting rights.

- (12) To reduce the scope for insider dealing, an offeror should be required to announce his/her decision to launch a bid as soon as possible and to inform the supervisory authority of the bid.
- (13) The holders of securities should be properly informed of the terms of a bid by means of an offer document. Appropriate information should also be given to the representatives of the company's employees or, failing that, to the employees directly.
- (14) The time allowed for the acceptance of a bid should be regulated.
- (15) To be able to perform their functions satisfactorily, supervisory authorities should at all times be able to require the parties to a bid to provide information concerning themselves and should cooperate and supply information in an efficient and effective manner, without delay, to other authorities supervising capital markets.
- (16) In order to prevent operations which could frustrate a bid, the powers of the board of an offeree company to engage in operations of an exceptional nature should be limited, without unduly hindering the offeree company in carrying on its normal business activities.
- (17) The board of an offeree company should be required to make public a document setting out its opinion of the bid and the reasons on which that opinion is based, including its views on the effects of implementation on all the company's interests, and specifically on employment.
- (18) In order to reinforce the effectiveness of existing provisions concerning the freedom to deal in the securities of companies covered by this Directive and the freedom to exercise voting rights, it is essential that the defensive structures and mechanisms envisaged by such companies be transparent and that they be regularly presented in reports to general meetings of shareholders.
- (19) Member States should take the necessary measures to afford any offeror the possibility of acquiring majority interests in other companies and of fully exercising control of them. To that end, restrictions on the transfer of securities, restrictions on voting rights, extraordinary appointment rights and multiple voting rights should be removed or suspended during the time allowed for the acceptance of a bid and when the general meeting of shareholders decides on defensive measures, on amendments to the articles of association or on the removal or appointment of board members at the first general meeting of shareholders following closure of the bid. Where the holders of securities have suffered losses as a result of the

removal of rights, equitable compensation should be provided for in accordance with the technical arrangements laid down by Member States.

- (20) All special rights held by Member States in companies should be viewed in the framework of the free movement of capital and the relevant provisions of the Treaty. Special rights held by Member States in companies which are provided for in private or public national law should be exempted from the 'breakthrough' rule if they are compatible with the Treaty.
- (21) Taking into account existing differences in Member States' company law mechanisms and structures, Member States should be allowed not to require companies established within their territories to apply the provisions of this Directive limiting the powers of the board of an offeree company during the time allowed for the acceptance of a bid and those rendering ineffective barriers, provided for in the articles of association or in specific agreements. In that event Member States should at least allow companies established within their territories to make the choice, which must be reversible, to apply those provisions. Without prejudice to international agreements to which the European Community is a party, Member States should be allowed not to require companies which apply those provisions in accordance with the optional arrangements to apply them when they become the subject of offers launched by companies which do not apply the same provisions, as a consequence of the use of those optional arrangements.
- (22) Member States should lay down rules to cover the possibility of a bid's lapsing, the offeror's right to revise his/her bid, the possibility of competing bids for a company's securities, the disclosure of the result of a bid, the irreversibility of a bid and the conditions permitted.
- (23) The disclosure of information to and the consultation of representatives of the employees of the offeror and the offeree company should be governed by the relevant national provisions, in particular those adopted pursuant to Council Directive 94/45/EC of 22 September 1994 on the establishment of a European Works Council or a procedure in Community-scale undertakings and Community-scale groups of undertakings for the purposes of informing and consulting employees ⁽¹⁾, Council Directive 98/59/EC of 20 July 1998 on the approximation of the laws of the Member States relating to collective redundancies ⁽²⁾, Council Directive 2001/86/EC of 8 October 2001 supplementing the statute for a European Company with regard to the involvement of employees ⁽³⁾ and Directive 2002/14/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2002 establishing a general

⁽¹⁾ OJ L 254, 30.9.1994, p. 64. Directive as amended by Directive 97/74/EC (OJ L 10, 16.1.1998, p. 22).

⁽²⁾ OJ L 225, 12.8.1998, p. 16.

⁽³⁾ OJ L 294, 10.11.2001, p. 22.

framework for informing and consulting employees in the European Community — joint declaration of the European Parliament, the Council and the Commission on employee representation ⁽¹⁾. The employees of the companies concerned, or their representatives, should nevertheless be given an opportunity to state their views on the foreseeable effects of the bid on employment. Without prejudice to the rules of Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) ⁽²⁾, Member States may always apply or introduce national provisions concerning the disclosure of information to and the consultation of representatives of the employees of the offeror before an offer is launched.

- (24) Member States should take the necessary measures to enable an offeror who, following a takeover bid, has acquired a certain percentage of a company's capital carrying voting rights to require the holders of the remaining securities to sell him/her their securities. Likewise, where, following a takeover bid, an offeror has acquired a certain percentage of a company's capital carrying voting rights, the holders of the remaining securities should be able to require him/her to buy their securities. These squeeze-out and sell-out procedures should apply only under specific conditions linked to takeover bids. Member States may continue to apply national rules to squeeze-out and sell-out procedures in other circumstances.

- (25) Since the objectives of the action envisaged, namely to establish minimum guidelines for the conduct of takeover bids and ensure an adequate level of protection for holders of securities throughout the Community, cannot be sufficiently achieved by the Member States because of the need for transparency and legal certainty in the case of cross-border takeovers and acquisitions of control, and can therefore, by reason of the scale and effects of the action, be better achieved at Community level, the Community may adopt measures, in accordance with the principle of subsidiarity as set out in Article 5 of the Treaty. In accordance with the principle of proportionality as set out in that Article, this Directive does not go beyond what is necessary to achieve those objectives.

- (26) The adoption of a Directive is the appropriate procedure for the establishment of a framework consisting of certain common principles and a limited number of general requirements which Member States are to implement through more detailed rules in accordance with their national systems and their cultural contexts.

- (27) Member States should, however, provide for sanctions for any infringement of the national measures transposing this Directive.

- (28) Technical guidance and implementing measures for the rules laid down in this Directive may from time to time be necessary, to take account of new developments on financial markets. For certain provisions, the Commission should accordingly be empowered to adopt implementing measures, provided that these do not modify the essential elements of this Directive and the Commission acts in accordance with the principles set out in this Directive, after consulting the European Securities Committee established by Commission Decision 2001/528/EC ⁽³⁾. The measures necessary for the implementation of this Directive should be adopted in accordance with Council Decision 1999/468/EC of 28 June 1999 laying down the procedures for the exercise of implementing powers conferred on the Commission ⁽⁴⁾ and with due regard to the declaration made by the Commission in the European Parliament on 5 February 2002 concerning the implementation of financial services legislation. For the other provisions, it is important to entrust a contact committee with the task of assisting Member States and the supervisory authorities in the implementation of this Directive and of advising the Commission, if necessary, on additions or amendments to this Directive. In so doing, the contact committee may make use of the information which Member States are to provide on the basis of this Directive concerning takeover bids that have taken place on their regulated markets.

- (29) The Commission should facilitate movement towards the fair and balanced harmonisation of rules on takeovers in the European Union. To that end, the Commission should be able to submit proposals for the timely revision of this Directive,

HAVE ADOPTED THIS DIRECTIVE:

Article 1

Scope

1. This Directive lays down measures coordinating the laws, regulations, administrative provisions, codes of practice and other arrangements of the Member States, including arrangements established by organisations officially authorised to regulate the markets (hereinafter referred to as 'rules'), relating to takeover bids for the securities of companies governed by the laws of Member

⁽¹⁾ OJ L 80, 23.3.2002, p. 29.

⁽²⁾ OJ L 96, 12.4.2003, p. 16.

⁽³⁾ OJ L 191, 13.7.2001, p. 45. Decision as amended by Decision 2004/8/EC (OJ L 3, 7.1.2004, p. 33).

⁽⁴⁾ OJ L 184, 17.7.1999, p. 23.

States, where all or some of those securities are admitted to trading on a regulated market within the meaning of Directive 93/22/EEC ⁽¹⁾ in one or more Member States (hereinafter referred to as a 'regulated market').

2. This Directive shall not apply to takeover bids for securities issued by companies, the object of which is the collective investment of capital provided by the public, which operate on the principle of risk-spreading and the units of which are, at the holders' request, repurchased or redeemed, directly or indirectly, out of the assets of those companies. Action taken by such companies to ensure that the stock exchange value of their units does not vary significantly from their net asset value shall be regarded as equivalent to such repurchase or redemption.

3. This Directive shall not apply to takeover bids for securities issued by the Member States' central banks.

Article 2

Definitions

1. For the purposes of this Directive:

- (a) 'takeover bid' or 'bid' shall mean a public offer (other than by the offeree company itself) made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which follows or has as its objective the acquisition of control of the offeree company in accordance with national law;
- (b) 'offeree company' shall mean a company, the securities of which are the subject of a bid;
- (c) 'offeror' shall mean any natural or legal person governed by public or private law making a bid;
- (d) 'persons acting in concert' shall mean natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement, either express or tacit, either oral or written, aimed either at acquiring control of the offeree company or at frustrating the successful outcome of a bid;
- (e) 'securities' shall mean transferable securities carrying voting rights in a company;
- (f) 'parties to the bid' shall mean the offeror, the members of the offeror's board if the offeror is a company, the offeree company, holders of securities of the offeree company and the

members of the board of the offeree company, and persons acting in concert with such parties;

- (g) 'multiple-vote securities' shall mean securities included in a distinct and separate class and carrying more than one vote each.

2. For the purposes of paragraph 1(d), persons controlled by another person within the meaning of Article 87 of Directive 2001/34/EC ⁽²⁾ shall be deemed to be persons acting in concert with that other person and with each other.

Article 3

General principles

1. For the purpose of implementing this Directive, Member States shall ensure that the following principles are complied with:

- (a) all holders of the securities of an offeree company of the same class must be afforded equivalent treatment; moreover, if a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected;
- (b) the holders of the securities of an offeree company must have sufficient time and information to enable them to reach a properly informed decision on the bid; where it advises the holders of securities, the board of the offeree company must give its views on the effects of implementation of the bid on employment, conditions of employment and the locations of the company's places of business;
- (c) the board of an offeree company must act in the interests of the company as a whole and must not deny the holders of securities the opportunity to decide on the merits of the bid;
- (d) false markets must not be created in the securities of the offeree company, of the offeror company or of any other company concerned by the bid in such a way that the rise or fall of the prices of the securities becomes artificial and the normal functioning of the markets is distorted;
- (e) an offeror must announce a bid only after ensuring that he/she can fulfil in full any cash consideration, if such is offered, and after taking all reasonable measures to secure the implementation of any other type of consideration;
- (f) an offeree company must not be hindered in the conduct of its affairs for longer than is reasonable by a bid for its securities.

⁽¹⁾ Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field (OJ L 141, 11.6.1993, p. 27). Directive as last amended by Directive 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 35, 11.2.2003, p. 1).

⁽²⁾ Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities (OJ L 184, 6.7.2001, p. 1). Directive as last amended by Directive 2003/71/EC (OJ L 345, 31.12.2003, p. 64).

2. With a view to ensuring compliance with the principles laid down in paragraph 1, Member States:

- (a) shall ensure that the minimum requirements set out in this Directive are observed;
- (b) may lay down additional conditions and provisions more stringent than those of this Directive for the regulation of bids.

authorities of those Member States shall agree which one of them shall be the authority competent to supervise the bid within four weeks of the date laid down in Article 21(1). Otherwise, the offeree company shall determine which of those authorities shall be the competent authority on the first day of trading following that four-week period.

- (d) Member States shall ensure that the decisions referred to in (c) are made public.

Article 4

Supervisory authority and applicable law

1. Member States shall designate the authority or authorities competent to supervise bids for the purposes of the rules which they make or introduce pursuant to this Directive. The authorities thus designated shall be either public authorities, associations or private bodies recognised by national law or by public authorities expressly empowered for that purpose by national law. Member States shall inform the Commission of those designations, specifying any divisions of functions that may be made. They shall ensure that those authorities exercise their functions impartially and independently of all parties to a bid.

- 2. (a) The authority competent to supervise a bid shall be that of the Member State in which the offeree company has its registered office if that company's securities are admitted to trading on a regulated market in that Member State.
- (b) If the offeree company's securities are not admitted to trading on a regulated market in the Member State in which the company has its registered office, the authority competent to supervise the bid shall be that of the Member State on the regulated market of which the company's securities are admitted to trading.

If the offeree company's securities are admitted to trading on regulated markets in more than one Member State, the authority competent to supervise the bid shall be that of the Member State on the regulated market of which the securities were first admitted to trading.

- (c) If the offeree company's securities were first admitted to trading on regulated markets in more than one Member State simultaneously, the offeree company shall determine which of the supervisory authorities of those Member States shall be the authority competent to supervise the bid by notifying those regulated markets and their supervisory authorities on the first day of trading.

If the offeree company's securities have already been admitted to trading on regulated markets in more than one Member State on the date laid down in Article 21(1) and were admitted simultaneously, the supervisory

- (e) In the cases referred to in (b) and (c), matters relating to the consideration offered in the case of a bid, in particular the price, and matters relating to the bid procedure, in particular the information on the offeror's decision to make a bid, the contents of the offer document and the disclosure of the bid, shall be dealt with in accordance with the rules of the Member State of the competent authority. In matters relating to the information to be provided to the employees of the offeree company and in matters relating to company law, in particular the percentage of voting rights which confers control and any derogation from the obligation to launch a bid, as well as the conditions under which the board of the offeree company may undertake any action which might result in the frustration of the bid, the applicable rules and the competent authority shall be those of the Member State in which the offeree company has its registered office.

3. Member States shall ensure that all persons employed or formerly employed by their supervisory authorities are bound by professional secrecy. No information covered by professional secrecy may be divulged to any person or authority except under provisions laid down by law.

4. The supervisory authorities of the Member States for the purposes of this Directive and other authorities supervising capital markets, in particular in accordance with Directive 93/22/EEC, Directive 2001/34/EC, Directive 2003/6/EC and Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading shall cooperate and supply each other with information wherever necessary for the application of the rules drawn up in accordance with this Directive and in particular in cases covered by paragraph 2(b), (c) and (e). Information thus exchanged shall be covered by the obligation of professional secrecy to which persons employed or formerly employed by the supervisory authorities receiving the information are subject. Cooperation shall include the ability to serve the legal documents necessary to enforce measures taken by the competent authorities in connection with bids, as well as such other assistance as may reasonably be requested by the supervisory authorities concerned for the purpose of investigating any actual or alleged breaches of the rules made or introduced pursuant to this Directive.

5. The supervisory authorities shall be vested with all the powers necessary for the purpose of carrying out their duties, including that of ensuring that the parties to a bid comply with the rules made or introduced pursuant to this Directive.

Provided that the general principles laid down in Article 3(1) are respected, Member States may provide in the rules that they make or introduce pursuant to this Directive for derogations from those rules:

(i) by including such derogations in their national rules, in order to take account of circumstances determined at national level

and/or

(ii) by granting their supervisory authorities, where they are competent, powers to waive such national rules, to take account of the circumstances referred to in (i) or in other specific circumstances, in which case a reasoned decision must be required.

6. This Directive shall not affect the power of the Member States to designate judicial or other authorities responsible for dealing with disputes and for deciding on irregularities committed in the course of bids or the power of Member States to regulate whether and under which circumstances parties to a bid are entitled to bring administrative or judicial proceedings. In particular, this Directive shall not affect the power which courts may have in a Member State to decline to hear legal proceedings and to decide whether or not such proceedings affect the outcome of a bid. This Directive shall not affect the power of the Member States to determine the legal position concerning the liability of supervisory authorities or concerning litigation between the parties to a bid.

Article 5

Protection of minority shareholders, the mandatory bid and the equitable price

1. Where a natural or legal person, as a result of his/her own acquisition or the acquisition by persons acting in concert with him/her, holds securities of a company as referred to in Article 1(1) which, added to any existing holdings of those securities of his/hers and the holdings of those securities of persons acting in concert with him/her, directly or indirectly give him/her a specified percentage of voting rights in that company, giving him/her control of that company, Member States shall ensure that such a person is required to make a bid as a means of protecting the minority shareholders of that company. Such a bid shall be addressed at the earliest opportunity to all the holders of those securities for all their holdings at the equitable price as defined in paragraph 4.

2. Where control has been acquired following a voluntary bid made in accordance with this Directive to all the holders of securities for all their holdings, the obligation laid down in paragraph 1 to launch a bid shall no longer apply.

3. The percentage of voting rights which confers control for the purposes of paragraph 1 and the method of its calculation shall be determined by the rules of the Member State in which the company has its registered office.

4. The highest price paid for the same securities by the offeror, or by persons acting in concert with him/her, over a period, to be determined by Member States, of not less than six months and not more than 12 before the bid referred to in paragraph 1 shall be regarded as the equitable price. If, after the bid has been made public and before the offer closes for acceptance, the offeror or any person acting in concert with him/her purchases securities at a price higher than the offer price, the offeror shall increase his/her offer so that it is not less than the highest price paid for the securities so acquired.

Provided that the general principles laid down in Article 3(1) are respected, Member States may authorise their supervisory authorities to adjust the price referred to in the first subparagraph in circumstances and in accordance with criteria that are clearly determined. To that end, they may draw up a list of circumstances in which the highest price may be adjusted either upwards or downwards, for example where the highest price was set by agreement between the purchaser and a seller, where the market prices of the securities in question have been manipulated, where market prices in general or certain market prices in particular have been affected by exceptional occurrences, or in order to enable a firm in difficulty to be rescued. They may also determine the criteria to be applied in such cases, for example the average market value over a particular period, the break-up value of the company or other objective valuation criteria generally used in financial analysis.

Any decision by a supervisory authority to adjust the equitable price shall be substantiated and made public.

5. By way of consideration the offeror may offer securities, cash or a combination of both.

However, where the consideration offered by the offeror does not consist of liquid securities admitted to trading on a regulated market, it shall include a cash alternative.

In any event, the offeror shall offer a cash consideration at least as an alternative where he/she or persons acting in concert with him/her, over a period beginning at the same time as the period determined by the Member State in accordance with paragraph 4 and ending when the offer closes for acceptance, has purchased for cash securities carrying 5 % or more of the voting rights in the offeree company.

Member States may provide that a cash consideration must be offered, at least as an alternative, in all cases.

6. In addition to the protection provided for in paragraph 1, Member States may provide for further instruments intended to protect the interests of the holders of securities in so far as those instruments do not hinder the normal course of a bid.

Article 6

Information concerning bids

1. Member States shall ensure that a decision to make a bid is made public without delay and that the supervisory authority is informed of the bid. They may require that the supervisory authority must be informed before such a decision is made public. As soon as the bid has been made public, the boards of the offeree company and of the offeror shall inform the representatives of their respective employees or, where there are no such representatives, the employees themselves.

2. Member States shall ensure that an offeror is required to draw up and make public in good time an offer document containing the information necessary to enable the holders of the offeree company's securities to reach a properly informed decision on the bid. Before the offer document is made public, the offeror shall communicate it to the supervisory authority. When it is made public, the boards of the offeree company and of the offeror shall communicate it to the representatives of their respective employees or, where there are no such representatives, to the employees themselves.

Where the offer document referred to in the first subparagraph is subject to the prior approval of the supervisory authority and has been approved, it shall be recognised, subject to any translation required, in any other Member State on the market of which the offeree company's securities are admitted to trading, without its being necessary to obtain the approval of the supervisory authorities of that Member State. Those authorities may require the inclusion of additional information in the offer document only if such information is specific to the market of a Member State or Member States on which the offeree company's securities are admitted to trading and relates to the formalities to be complied with to accept the bid and to receive the consideration due at the close of the bid as well as to the tax arrangements to which the consideration offered to the holders of the securities will be subject.

3. The offer document referred to in paragraph 2 shall state at least:

- (a) the terms of the bid;
- (b) the identity of the offeror and, where the offeror is a company, the type, name and registered office of that company;
- (c) the securities or, where appropriate, the class or classes of securities for which the bid is made;
- (d) the consideration offered for each security or class of securities and, in the case of a mandatory bid, the method employed in determining it, with particulars of the way in which that consideration is to be paid;
- (e) the compensation offered for the rights which might be removed as a result of the breakthrough rule laid down in Article 11(4), with particulars of the way in which that compensation is to be paid and the method employed in determining it;

- (f) the maximum and minimum percentages or quantities of securities which the offeror undertakes to acquire;
- (g) details of any existing holdings of the offeror, and of persons acting in concert with him/her, in the offeree company;
- (h) all the conditions to which the bid is subject;
- (i) the offeror's intentions with regard to the future business of the offeree company and, in so far as it is affected by the bid, the offeror company and with regard to the safeguarding of the jobs of their employees and management, including any material change in the conditions of employment, and in particular the offeror's strategic plans for the two companies and the likely repercussions on employment and the locations of the companies' places of business;
- (j) the time allowed for acceptance of the bid;
- (k) where the consideration offered by the offeror includes securities of any kind, information concerning those securities;
- (l) information concerning the financing for the bid;
- (m) the identity of persons acting in concert with the offeror or with the offeree company and, in the case of companies, their types, names, registered offices and relationships with the offeror and, where possible, with the offeree company;
- (n) the national law which will govern contracts concluded between the offeror and the holders of the offeree company's securities as a result of the bid and the competent courts.

4. The Commission shall adopt rules for the application of paragraph 3 in accordance with the procedure referred to in Article 18(2).

5. Member States shall ensure that the parties to a bid are required to provide the supervisory authorities of their Member State at any time on request with all the information in their possession concerning the bid that is necessary for the supervisory authority to discharge its functions.

Article 7

Time allowed for acceptance

1. Member States shall provide that the time allowed for the acceptance of a bid may not be less than two weeks nor more than 10 weeks from the date of publication of the offer document. Provided that the general principle laid down in Article 3(1)(f) is respected, Member States may provide that the period of 10 weeks may be extended on condition that the offeror gives at least two weeks' notice of his/her intention of closing the bid.

2. Member States may provide for rules changing the period referred to in paragraph 1 in specific cases. A Member State may authorise a supervisory authority to grant a derogation from the period referred to in paragraph 1 in order to allow the offeree company to call a general meeting of shareholders to consider the bid.

Article 8

Disclosure

1. Member States shall ensure that a bid is made public in such a way as to ensure market transparency and integrity for the securities of the offeree company, of the offeror or of any other company affected by the bid, in particular in order to prevent the publication or dissemination of false or misleading information.

2. Member States shall provide for the disclosure of all information and documents required by Article 6 in such a manner as to ensure that they are both readily and promptly available to the holders of securities at least in those Member States on the regulated markets of which the offeree company's securities are admitted to trading and to the representatives of the employees of the offeree company and the offeror or, where there are no such representatives, to the employees themselves.

Article 9

Obligations of the board of the offeree company

1. Member States shall ensure that the rules laid down in paragraphs 2 to 5 are complied with.

2. During the period referred to in the second subparagraph, the board of the offeree company shall obtain the prior authorisation of the general meeting of shareholders given for this purpose before taking any action, other than seeking alternative bids, which may result in the frustration of the bid and in particular before issuing any shares which may result in a lasting impediment to the offeror's acquiring control of the offeree company.

Such authorisation shall be mandatory at least from the time the board of the offeree company receives the information referred to in the first sentence of Article 6(1) concerning the bid and until the result of the bid is made public or the bid lapses. Member States may require that such authorisation be obtained at an earlier stage, for example as soon as the board of the offeree company becomes aware that the bid is imminent.

3. As regards decisions taken before the beginning of the period referred to in the second subparagraph of paragraph 2 and not yet partly or fully implemented, the general meeting of shareholders shall approve or confirm any decision which does not form part of the normal course of the company's business and the implementation of which may result in the frustration of the bid.

4. For the purpose of obtaining the prior authorisation, approval or confirmation of the holders of securities referred to in paragraphs 2 and 3, Member States may adopt rules allowing a general meeting of shareholders to be called at short notice, provided that the meeting does not take place within two weeks of notification's being given.

5. The board of the offeree company shall draw up and make public a document setting out its opinion of the bid and the reasons on which it is based, including its views on the effects of implementation of the bid on all the company's interests and specifically employment, and on the offeror's strategic plans for the offeree company and their likely repercussions on employment and the locations of the company's places of business as set out in the offer document in accordance with Article 6(3)(i). The board of the offeree company shall at the same time communicate that opinion to the representatives of its employees or, where there are no such representatives, to the employees themselves. Where the board of the offeree company receives in good time a separate opinion from the representatives of its employees on the effects of the bid on employment, that opinion shall be appended to the document.

6. For the purposes of paragraph 2, where a company has a two-tier board structure 'board' shall mean both the management board and the supervisory board.

Article 10

Information on companies as referred to in Article 1(1)

1. Member States shall ensure that companies as referred to in Article 1(1) publish detailed information on the following:

- (a) the structure of their capital, including securities which are not admitted to trading on a regulated market in a Member State, where appropriate with an indication of the different classes of shares and, for each class of shares, the rights and obligations attaching to it and the percentage of total share capital that it represents;
- (b) any restrictions on the transfer of securities, such as limitations on the holding of securities or the need to obtain the approval of the company or other holders of securities, without prejudice to Article 46 of Directive 2001/34/EC;
- (c) significant direct and indirect shareholdings (including indirect shareholdings through pyramid structures and cross-shareholdings) within the meaning of Article 85 of Directive 2001/34/EC;
- (d) the holders of any securities with special control rights and a description of those rights;
- (e) the system of control of any employee share scheme where the control rights are not exercised directly by the employees;
- (f) any restrictions on voting rights, such as limitations of the voting rights of holders of a given percentage or number of

votes, deadlines for exercising voting rights, or systems whereby, with the company's cooperation, the financial rights attaching to securities are separated from the holding of securities;

- (g) any agreements between shareholders which are known to the company and may result in restrictions on the transfer of securities and/or voting rights within the meaning of Directive 2001/34/EC;
- (h) the rules governing the appointment and replacement of board members and the amendment of the articles of association;
- (i) the powers of board members, and in particular the power to issue or buy back shares;
- (j) any significant agreements to which the company is a party and which take effect, alter or terminate upon a change of control of the company following a takeover bid, and the effects thereof, except where their nature is such that their disclosure would be seriously prejudicial to the company; this exception shall not apply where the company is specifically obliged to disclose such information on the basis of other legal requirements;
- (k) any agreements between the company and its board members or employees providing for compensation if they resign or are made redundant without valid reason or if their employment ceases because of a takeover bid.

2. The information referred to in paragraph 1 shall be published in the company's annual report as provided for in Article 46 of Directive 78/660/EEC ⁽¹⁾ and Article 36 of Directive 83/349/EEC ⁽²⁾.

3. Member States shall ensure, in the case of companies the securities of which are admitted to trading on a regulated market in a Member State, that the board presents an explanatory report to the annual general meeting of shareholders on the matters referred to in paragraph 1.

Article 11

Breakthrough

1. Without prejudice to other rights and obligations provided for in Community law for the companies referred to in Article 1(1), Member States shall ensure that the provisions laid down in paragraphs 2 to 7 apply when a bid has been made public.

⁽¹⁾ Fourth Council Directive 78/660/EEC of 25 July 1978 on the annual accounts of certain types of companies (OJ L 222, 14.8.1978, p. 11). Directive as last amended by Directive 2003/51/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 178, 17.7.2003, p. 16).

⁽²⁾ Seventh Council Directive 83/349/EEC of 13 June 1983 on consolidated accounts (OJ L 193, 18.7.1983, p. 1). Directive as last amended by Directive 2003/51/EC.

2. Any restrictions on the transfer of securities provided for in the articles of association of the offeree company shall not apply vis-à-vis the offeror during the time allowed for acceptance of the bid laid down in Article 7(1).

Any restrictions on the transfer of securities provided for in contractual agreements between the offeree company and holders of its securities, or in contractual agreements between holders of the offeree company's securities entered into after the adoption of this Directive, shall not apply vis-à-vis the offeror during the time allowed for acceptance of the bid laid down in Article 7(1).

3. Restrictions on voting rights provided for in the articles of association of the offeree company shall not have effect at the general meeting of shareholders which decides on any defensive measures in accordance with Article 9.

Restrictions on voting rights provided for in contractual agreements between the offeree company and holders of its securities, or in contractual agreements between holders of the offeree company's securities entered into after the adoption of this Directive, shall not have effect at the general meeting of shareholders which decides on any defensive measures in accordance with Article 9.

Multiple-vote securities shall carry only one vote each at the general meeting of shareholders which decides on any defensive measures in accordance with Article 9.

4. Where, following a bid, the offeror holds 75 % or more of the capital carrying voting rights, no restrictions on the transfer of securities or on voting rights referred to in paragraphs 2 and 3 nor any extraordinary rights of shareholders concerning the appointment or removal of board members provided for in the articles of association of the offeree company shall apply; multiple-vote securities shall carry only one vote each at the first general meeting of shareholders following closure of the bid, called by the offeror in order to amend the articles of association or to remove or appoint board members.

To that end, the offeror shall have the right to convene a general meeting of shareholders at short notice, provided that the meeting does not take place within two weeks of notification.

5. Where rights are removed on the basis of paragraphs 2, 3, or 4 and/or Article 12, equitable compensation shall be provided for any loss suffered by the holders of those rights. The terms for determining such compensation and the arrangements for its payment shall be set by Member States.

6. Paragraphs 3 and 4 shall not apply to securities where the restrictions on voting rights are compensated for by specific pecuniary advantages.

7. This Article shall not apply either where Member States hold securities in the offeree company which confer special rights

on the Member States which are compatible with the Treaty, or to special rights provided for in national law which are compatible with the Treaty or to cooperatives.

Article 12

Optional arrangements

1. Member States may reserve the right not to require companies as referred to in Article 1(1) which have their registered offices within their territories to apply Article 9(2) and (3) and/or Article 11.

2. Where Member States make use of the option provided for in paragraph 1, they shall nevertheless grant companies which have their registered offices within their territories the option, which shall be reversible, of applying Article 9(2) and (3) and/or Article 11, without prejudice to Article 11(7).

The decision of the company shall be taken by the general meeting of shareholders, in accordance with the law of the Member State in which the company has its registered office in accordance with the rules applicable to amendment of the articles of association. The decision shall be communicated to the supervisory authority of the Member State in which the company has its registered office and to all the supervisory authorities of Member States in which its securities are admitted to trading on regulated markets or where such admission has been requested.

3. Member States may, under the conditions determined by national law, exempt companies which apply Article 9(2) and (3) and/or Article 11 from applying Article 9(2) and (3) and/or Article 11 if they become the subject of an offer launched by a company which does not apply the same Articles as they do, or by a company controlled, directly or indirectly, by the latter, pursuant to Article 1 of Directive 83/349/EEC.

4. Member States shall ensure that the provisions applicable to the respective companies are disclosed without delay.

5. Any measure applied in accordance with paragraph 3 shall be subject to the authorisation of the general meeting of shareholders of the offeree company, which must be granted no earlier than 18 months before the bid was made public in accordance with Article 6(1).

Article 13

Other rules applicable to the conduct of bids

Member States shall also lay down rules which govern the conduct of bids, at least as regards the following:

- (a) the lapsing of bids;
- (b) the revision of bids;
- (c) competing bids;

(d) the disclosure of the results of bids;

(e) the irrevocability of bids and the conditions permitted.

Article 14

Information for and consultation of employees' representatives

This Directive shall be without prejudice to the rules relating to information and to consultation of representatives of and, if Member States so provide, co-determination with the employees of the offeror and the offeree company governed by the relevant national provisions, and in particular those adopted pursuant to Directives 94/45/EC, 98/59/EC, 2001/86/EC and 2002/14/EC.

Article 15

The right of squeeze-out

1. Member States shall ensure that, following a bid made to all the holders of the offeree company's securities for all of their securities, paragraphs 2 to 5 apply.

2. Member States shall ensure that an offeror is able to require all the holders of the remaining securities to sell him/her those securities at a fair price. Member States shall introduce that right in one of the following situations:

(a) where the offeror holds securities representing not less than 90 % of the capital carrying voting rights and 90 % of the voting rights in the offeree company,

or

(b) where, following acceptance of the bid, he/she has acquired or has firmly contracted to acquire securities representing not less than 90 % of the offeree company's capital carrying voting rights and 90 % of the voting rights comprised in the bid.

In the case referred to in (a), Member States may set a higher threshold that may not, however, be higher than 95 % of the capital carrying voting rights and 95 % of the voting rights.

3. Member States shall ensure that rules are in force that make it possible to calculate when the threshold is reached.

Where the offeree company has issued more than one class of securities, Member States may provide that the right of squeeze-out can be exercised only in the class in which the threshold laid down in paragraph 2 has been reached.

4. If the offeror wishes to exercise the right of squeeze-out he/she shall do so within three months of the end of the time allowed for acceptance of the bid referred to in Article 7.

5. Member States shall ensure that a fair price is guaranteed. That price shall take the same form as the consideration offered

in the bid or shall be in cash. Member States may provide that cash shall be offered at least as an alternative.

Following a voluntary bid, in both of the cases referred to in paragraph 2(a) and (b), the consideration offered in the bid shall be presumed to be fair where, through acceptance of the bid, the offeror has acquired securities representing not less than 90 % of the capital carrying voting rights comprised in the bid.

Following a mandatory bid, the consideration offered in the bid shall be presumed to be fair.

Article 16

The right of sell-out

1. Member States shall ensure that, following a bid made to all the holders of the offeree company's securities for all of their securities, paragraphs 2 and 3 apply.
2. Member States shall ensure that a holder of remaining securities is able to require the offeror to buy his/her securities from him/her at a fair price under the same circumstances as provided for in Article 15(2).
3. Article 15(3) to (5) shall apply *mutatis mutandis*.

Article 17

Sanctions

Member States shall determine the sanctions to be imposed for infringement of the national measures adopted pursuant to this Directive and shall take all necessary steps to ensure that they are put into effect. The sanctions thus provided for shall be effective, proportionate and dissuasive. Member States shall notify the Commission of those measures no later than the date laid down in Article 21(1) and of any subsequent change thereto at the earliest opportunity.

Article 18

Committee procedure

1. The Commission shall be assisted by the European Securities Committee established by Decision 2001/528/EC (hereinafter referred to as 'the Committee').
2. Where reference is made to this paragraph, Articles 5 and 7 of Decision 1999/468/EC shall apply, having regard to Article 8 thereof, provided that the implementing measures adopted in accordance with this procedure do not modify the essential provisions of this Directive.

The period referred to in Article 5(6) of Decision 1999/468/EC shall be three months.

3. Without prejudice to the implementing measures already adopted, four years after the entry into force of this Directive, the application of those of its provisions that require the adoption of technical rules and decisions in accordance with paragraph 2 shall be suspended. On a proposal from the Commission, the European Parliament and the Council may renew the provisions concerned in accordance with the procedure laid down in Article 251 of the Treaty and, to that end, they shall review them before the end of the period referred to above.

Article 19

Contact committee

1. A contact committee shall be set up which has as its functions:
 - (a) to facilitate, without prejudice to Articles 226 and 227 of the Treaty, the harmonised application of this Directive through regular meetings dealing with practical problems arising in connection with its application;
 - (b) to advise the Commission, if necessary, on additions or amendments to this Directive.
2. It shall not be the function of the contact committee to appraise the merits of decisions taken by the supervisory authorities in individual cases.

Article 20

Revision

Five years after the date laid down in Article 21(1), the Commission shall examine this Directive in the light of the experience acquired in applying it and, if necessary, propose its revision. That examination shall include a survey of the control structures and barriers to takeover bids that are not covered by this Directive.

To that end, Member States shall provide the Commission annually with information on the takeover bids which have been launched against companies the securities of which are admitted to trading on their regulated markets. That information shall include the nationalities of the companies involved, the results of the offers and any other information relevant to the understanding of how takeover bids operate in practice.

Article 21

Transposition

1. Member States shall bring into force the laws, regulations and administrative provisions necessary to comply with this Directive no later than 20 May 2006. They shall forthwith inform the Commission thereof.

When Member States adopt those provisions, they shall contain a reference to this Directive or shall be accompanied by such reference on the occasion of their official publication. The methods of making such reference shall be laid down by the Member States.

2. Member States shall communicate to the Commission the text of the main provisions of national law that they adopt in the fields covered by this Directive.

Article 22

Entry into force

This Directive shall enter into force on the 20th day after that of its publication in the *Official Journal of the European Union*.

Article 23

Addressees

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Strasbourg, 21 April 2004.

For the European Parliament
The President
P. COX

For the Council
The President
D. ROCHE

SECTION F. THE MANDATORY OFFER AND ITS TERMS

RULE 9

9.1 WHEN A MANDATORY OFFER IS REQUIRED AND WHO IS PRIMARILY RESPONSIBLE FOR MAKING IT

Except with the consent of the Panel, when:—

(a) any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; or

(b) any person, together with persons acting in concert with him, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person, or any person acting in concert with him, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which he is interested,

such person shall extend offers, on the basis set out in Rules 9.3, 9.4 and 9.5, to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights. Offers for different classes of equity share capital must be comparable; the Panel should be consulted in advance in such cases.

An offer will not be required under this Rule where control of the offeree company is acquired as a result of a voluntary offer made in accordance with the Code to all the holders of voting equity share capital and other transferable securities carrying voting rights.

(See Notes on Dispensations from Rule 9.)

NOTES ON RULE 9.1

PERSONS ACTING IN CONCERT

The majority of questions which arise in the context of Rule 9 relate to persons acting in concert. The definition of “acting in concert” contains a list of persons who are presumed to be acting in concert unless the contrary is established. Without prejudice to the general application of the definition, the following Notes illustrate how the Rule and definition are interpreted by the Panel. Any Panel view expressed in relation to “acting in concert” can relate only to the Code and should not be taken as guidance on any other statutory or regulatory provisions.

RULE 9 CONTINUED*NOTES ON RULE 9.1 continued*

However, a person who was interested in any shares by virtue of paragraph (3) or paragraph (4) of the definition of interests in securities on 20 May 2006 (when such interests first become relevant for the purpose of Rule 9.1) will normally be treated as having acquired an interest in shares if he subsequently becomes interested in such shares by virtue of paragraph (1) or paragraph (2) of the definition of interests in securities.

The Panel should be consulted in all such cases to establish whether, in the circumstances, any obligation arises under this Rule.

9.2 OBLIGATIONS OF OTHER PERSONS

In addition to the person specified in Rule 9.1, each of the principal members of a group of persons acting in concert with him may, according to the circumstances of the case, have the obligation to extend an offer.

*NOTE ON RULE 9.2**Prime responsibility*

The prime responsibility for making an offer under this Rule normally attaches to the person who makes the acquisition which imposes the obligation to make an offer. If such person is not a principal member of the group acting in concert, the obligation to make an offer may attach to the principal member or members and, in exceptional circumstances, to other members of the group acting in concert. This could include a member of the group who at the time when the obligation arises does not have any interest in shares. In this context, the Panel will not normally regard the underwriter of a mandatory offer, by virtue of his underwriting alone, as being a member of a group acting in concert and, therefore, responsible for making the offer (but see Note 3 on the definition of acting in concert).

An agreement between a person and a bank under which the person borrows money for the acquisition of shares or an interest in shares which gives rise to an obligation under the Rule will not of itself fall within the above.

RULE 9 CONTINUED**9.3 CONDITIONS AND CONSENTS**

NB This Rule should be read in conjunction with Appendix 4.

Except with the consent of the Panel (see Note 3):—

(a) offers made under this Rule must be conditional only upon the offeror having received acceptances in respect of shares which, together with shares acquired or agreed to be acquired before or during the offer, will result in the offeror and any person acting in concert with it holding shares carrying more than 50% of the voting rights; and

(b) no acquisition of any interest in shares which would give rise to a requirement for an offer under this Rule may be made if the making or implementation of such offer would or might be dependent on the passing of a resolution at any meeting of shareholders of the offeror or upon any other conditions, consents or arrangements.

NOTES ON RULE 9.3

1. When more than 50% is held

An offer made under this Rule should normally be unconditional when the offeror and persons acting in concert with it hold shares carrying more than 50% of the voting rights before the offer is made.

2. Acceptance condition

Notes 2-7 on Rule 10 also apply to offers under this Rule.

In the event that an offer under Rule 9 lapses because a purchase may not be counted as a result of Note 5 on Rule 10 and subsequently the purchase is completed, the Panel should be consulted. It will require appropriate action to be taken such as the making of a new offer or the reduction of the percentage of shares in which the offeror and persons acting in concert with it are interested. (See also Rule 9.7.)

In the event that:

(a) an offer under Rule 9 lapsed by virtue of the acceptance condition not having been satisfied in circumstances where the shares which were assented to the offer, together with the shares in which the offeror and persons acting in concert with it were interested at the time the offer lapsed, amounted in aggregate to more than 50% of the shares carrying voting rights; and

(b) subsequently the offeror, or any person acting in concert with it, becomes interested in shares in the offeree company by virtue of paragraph (1) or paragraph (2) of the definition of interests in securities and, when the offer lapsed, the offeror or any person acting in concert with it at that time

RULE 9 CONTINUED*NOTES ON RULE 9.3 continued*

was interested in such number (or a greater number) of shares in the offeree company by virtue only of paragraph (3) or paragraph (4) of that definition, then a further offer in accordance with Rule 9 must normally be made if the shares in which the offeror and any persons acting in concert with it are then interested by virtue of paragraph (1) and paragraph (2) of the definition of interests in securities carry 30% or more of the voting rights of the offeree company. The price at which such an offer must be made will normally be the higher of the price at which the lapsed offer was made and the price determined under Note 2(a) on Rule 9.5. The Panel should be consulted in all cases in which this Note may be relevant. (See also Rule 35.1.)

3. When dispensations may be granted

The Panel will not normally consider a request for a dispensation under this Rule other than in exceptional circumstances, such as:—

(a) when the necessary cash is to be provided, wholly or in part, by an issue of new securities. The Panel will normally require that both the announcement of the offer and the offer document include statements that if the acceptance condition is satisfied but the other conditions required by the Note on Rules 13.1 and 13.3 are not satisfied within the time required by Rule 31.7, and as a result the offer lapses, the offeror will immediately announce a firm intention to make a new cash offer in compliance with this Rule at the price required by Rule 9.5 (or, if greater, at the cash price offered under the lapsed offer); and

(b) when any official authorisation or regulatory clearance is required before the offer document is published. If authorisation or clearance is obtained, the offer document must be published immediately. If authorisation or clearance is not obtained, the same consequences will follow as if the merger were prohibited following a reference to the Competition Commission or the initiation of proceedings by the European Commission (see Rule 9.4).

When a dispensation is given, the offeror must endeavour to fulfil all the other conditions with all due diligence.

(See also Rule 9.7.)

9.4 THE COMPETITION COMMISSION AND THE EUROPEAN COMMISSION

Offers under this Rule must, if appropriate, contain the terms required by Rule 12.1(a) and (b).

RULE 9 CONTINUED**NOTES ON RULE 9.4****1. If an offer lapses pursuant to Rule 12.1(a) or (b)**

If an offer under Rule 9 lapses pursuant to Rule 12.1(a) or (b), the obligation under the Rule does not lapse and, accordingly, if thereafter the merger is allowed, the offer must be reinstated on the same terms and at not less than the same price as soon as practicable. If the merger is prohibited, the offer cannot be made and the Panel will consider whether, if there is no order to such effect, to require the offeror to reduce the percentage of shares carrying voting rights in which it and persons acting in concert with it are interested to below 30% or to its original level before the obligation to offer was incurred, if this was 30% or more. The Panel would normally expect an offeror whose offer has lapsed pursuant to Rule 12.1(a) or (b) to proceed with all due diligence before the Competition Commission or the European Commission. (See also Rule 9.7.) However, if, with the consent of the Panel and within a limited period, an offeror reduces the percentage of shares carrying voting rights in which it and persons acting in concert with it are interested to below 30%, or to its original level before the obligation to offer was incurred if that was 30% or more, the Panel will regard the obligation as having lapsed.

2. Further acquisitions

While the Competition Commission or the European Commission is considering the case (following a reference or initiation of proceedings) where an obligation to make an offer under this Rule has been incurred, the offeror or persons acting in concert with it may not acquire any interest in further shares in the offeree company.

9.5 CONSIDERATION TO BE OFFERED

(a) An offer made under Rule 9 must, in respect of each class of share capital involved, be in cash or be accompanied by a cash alternative at not less than the highest price paid by the offeror or any person acting in concert with it for any interest in shares of that class during the 12 months prior to the announcement of that offer. The Panel should be consulted where there is more than one class of share capital involved.

(b) If, after an announcement of an offer made under Rule 9 for a class of share capital and before the offer closes for acceptance, the offeror or any person acting in concert with it acquires any interest in shares of

RULE 9 CONTINUED

that class at above the offer price, it shall increase its offer for that class to not less than the highest price paid for the interest in shares so acquired. Immediately after the acquisition, an appropriate announcement must be made in accordance with Rule 7.1.

(c) In certain circumstances, the Panel may determine that the highest price calculated under paragraphs (a) and (b) should be adjusted. (See Note 3.)

(d) The cash offer or the cash alternative must remain open after the offer has become or been declared unconditional as to acceptances for not less than 14 days after the date on which it would otherwise have expired (see Rule 31.4).

NOTES ON RULE 9.5

1. Nature of consideration

When an interest in shares has been acquired for a consideration other than cash, the offer must nevertheless be in cash or be accompanied by a cash alternative of at least equal value, which must be determined by an independent valuation.

When there have been significant acquisitions in exchange for securities, General Principle 1 may be relevant and such securities may be required to be offered to all shareholders: a cash offer will also be required. The Panel should be consulted in such cases.

2. Calculation of the price

(a) *The price paid for any acquisition of an interest in shares will be determined as follows:*

(i) *in the case of a purchase of shares, the price paid is the price at which the bargain between the purchaser (or, where applicable, his broker acting in an agency capacity) and the vendor (or principal trader) is struck;*

(ii) *in the case of a call option which remains unexercised, the price paid will normally be treated as the middle market price of the shares which are the subject of the option at the time the option is entered into;*

(iii) *in the case of a call option which has been exercised, the price paid will normally be treated as the amount paid on exercise of the option together with any amount paid by the option-holder on entering into the option;*

(iv) *in the case of a written put option (whether exercised or not), the price paid will normally be treated as the amount paid or payable on*

RULE 9 CONTINUED**9.6 OBLIGATIONS OF DIRECTORS**

When directors (and their close relatives and related trusts) sell shares to a person (or enter into options, derivatives or other transactions) as a result of which that person is required to make an offer under this Rule, the directors must ensure that as a condition of the sale (or other relevant transaction) the person undertakes to fulfil his obligations under the Rule. In addition, except with the consent of the Panel, such directors should not resign from the board until the first closing date of the offer or the date when the offer becomes or is declared wholly unconditional, whichever is the later.

9.7 VOTING RESTRICTIONS AND DISPOSAL OF INTERESTS

Where the Panel agrees to the disposal of interests in shares by a person as an alternative to making an offer pursuant to Rule 9.1, the Panel must be consulted as to the interests required to be disposed of and the application, pending completion of the disposal, of restrictions on the exercise of the voting rights (or the procurement of the exercise of the voting rights) attaching to the shares in which that person and persons acting in concert with that person are interested. Similarly, where an offer made pursuant to Rule 9.1 lapses for a reason other than the acceptance condition not being satisfied, or where a new offer is required pursuant to Note 2 on Rule 9.3, the Panel must be consulted regarding the ability of the offeror and any persons acting in concert with it to exercise, or procure the exercise of, the voting rights attaching to the shares of the offeree company in which they are interested.

NOTE ON RULE 9.7

Calculation of number of shares to which voting restrictions will be applied and the number of interests to be disposed of

Where an obligation under Rule 9.1 has arisen by virtue of:

(a) Rule 9.1(a), the number of shares in relation to which voting restrictions, if any, will be applied will normally be such number of shares as results in the person to whom Rule 9.1(a) applies (together with persons acting in concert with that person) being able to vote less than 30% of the shares in the offeree company; or

(b) Rule 9.1(b), the number of shares in relation to which voting restrictions, if any, will be applied will normally be such number of shares as results in the person to whom Rule 9.1(b) applies (together with persons acting in concert with that person) being able to vote no more than the percentage of interests in the offeree company held by those persons prior to the triggering acquisition being made.

The Takeover Code

©The Panel on Takeovers and Mergers

All rights reserved

ISBN 0 9500466 6 3

PFBPH

Typeset and printed by Bowne International Limited.

COMMUNICATION WITH THE PANEL

General enquiries

Postal communications and “by hand” deliveries should be addressed to:

The Secretary

The Panel on Takeovers and Mergers

10 Paternoster Square

London

EC4M 7DY

You may also contact the Panel as follows:

Telephone: 020 7382 9026

Fax: 020 7236 7005

E-mail: info@thetakeoverpanel.org.uk

Market Surveillance Unit

The Panel’s Market Surveillance Unit may be contacted as follows:

Telephone: 020 7638 0129

Fax: 020 7236 7013

E-mail: monitoring@disclosure.org.uk

(Note: this e-mail address is to be used solely for the transmission of disclosure forms and not for general enquiries or questions)

Electronic filing of documents, announcements and other information

Copies of documents, announcements and other information published in connection with an offer that are required to be sent to the Panel in electronic form should be sent by e-mail to documentfiling@thetakeoverpanel.org.uk.

KEEPING THIS VOLUME UP-TO-DATE

Future amendments or additions will be made by the issue of replacement or new pages.

As and when amendments or additions are published they will be accompanied by an updated checklist of page references (see inside back cover). In this way it will be possible to be sure that the volume is up-to-date.

Further copies may be obtained from the Secretary, The Panel on Takeovers and Mergers, at a price of £50 each. There is an annual charge of £25 for the amendments service.

金融商品取引法研究会名簿

(平成 21 年 5 月 27 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
オブザーバー	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授
〃	永 井 智 亮	野村證券執行役
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永 山 明 彦	日興シティホールディングス法務部長
〃	金 井 仁 雄	みずほ証券法務部長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会常務執行役
〃	菊 地 銅 二	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	小 川 宏 幸	日本証券業協会客員研究員・ 一橋大学大学院准教授
〃	柿 崎 環	日本証券業協会客員研究員・ 東洋大学法科大学院准教授
〃	木 村 真生子	日本証券業協会客員研究員・筑波大学ビジネス科学 研究科アシスタントリサーチャー
〃	金 賢 仙	日本証券業協会客員研究員・早稲田大学 法学学術院（法学研究科）客員研究助手
研 究 所	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
〃	高 橋 厚 男	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	萬 澤 陽 子	日本証券経済研究所研究員
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

[参考] 既に公表した「証券取引法研究会研究記録」

第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 報告者 森田章同志社大学教授	2003年11月
第2号「システム障害と損失補償問題」 報告者 山下友信東京大学教授	2004年1月
第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 報告者 前田雅弘京都大学教授	2004年3月
第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」 報告者 浜田道代名古屋大学教授	2004年6月
第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向 —投資商品、証券業務の範囲を中心として—」 報告者 神作裕之東京大学教授	2005年7月
第6号「近時の企業情報開示を巡る課題 —実効性確保の観点を中心に—」 報告者 山田剛志新潟大学助教授	2005年7月
第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・ 販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」 報告者 青木浩子千葉大学助教授	2005年9月
第8号「目論見書制度の改革」 報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授	2005年11月
第9号「投資サービス法(仮称)について」 報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長 松尾直彦金融庁総務企画局 投資サービス法(仮称)法令準備室長	2005年11月
第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題 —委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」 報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士	2005年11月
第11号「集団投資スキームに関する規制について —組合型ファンドを中心に—」 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士	2005年12月
第12号「証券仲介業」 報告者 川口恭弘同志社大学教授	2006年3月
第13号「敵対的買収に関する法規制」 報告者 中東正文名古屋大学教授	2006年5月

- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」 2008 年 1 月
報告者 太田洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）－企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度－」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）－確認書、内部統制報告書、四半期報告書－」 2008 年 4 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第 30 号

公開買付け制度

平成 21 年 7 月 15 日

定価（本体 500 円 + 税）

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
(証券取引法研究会)

発行者 財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8

東京証券会館内 〒103-0025

電話 03 (3669) 0737 代表

URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-646-4 C3032 ¥500E